

TVANGSINNØSNING AV MINORITETSAKSJEEIERE



Universitetet i Oslo
Det juridiske fakultet

Kandidatnummer: 567
Leveringsfrist: 25.11.2010

Til sammen 17 513 ord

INNHALDSFORTEGNELSE

<u>1</u>	<u>INNLEDNING</u>	<u>5</u>
1.1	Presentasjon av oppgavens tema	5
1.2	Definisjoner	5
1.3	Redegjørelse for rettskildebildet	6
1.4	Lovvalg.....	7
1.5	Videre fremstilling	8
<u>2</u>	<u>HENSYN.....</u>	<u>9</u>
2.1	Innledning.....	9
2.2	Hensynet til majoritetsaksjonærene	9
2.3	Hensynet til minoritetsaksjonærene	10
<u>3</u>	<u>VILKÅR FOR Å KREVE TVANGSINNØSNING</u>	<u>13</u>
3.1	Innledning.....	13
3.2	Hvem kan kreve tvangsinnløsning	14
3.2.1	Majoritetsaksjonær krever tvangsinnløsning.....	14
3.2.2	Minoritetsaksjonær krever tvangsinnløsning	16
3.3	Gjenstand for tvangsinnløsning.....	16
3.4	Flertallskravet	17
3.4.1	Innledning.....	17
3.4.2	Kapitalvilkåret	17
3.4.3	Kravet til stemmerettsandel.....	24

3.5	Hvor lenge må flertallskravet foreligge	25
4	<u>FREMGANGSMÅTE VED TVANGSINNØSNING</u>	28
4.1	Beslutning om tvangsinnløsning	28
4.1.1	Innledning.....	28
4.1.2	Hvem skal beslutning om tvangsinnløsning rettes mot.....	28
4.1.3	Hvem har beslutningsmyndighet.....	29
4.2	Løsningstilbudet.....	30
4.2.1	Innledning.....	30
4.2.2	Hva skal aksjeeier ta stilling til	32
4.2.3	Tilbudets innhold.....	33
4.2.4	Har minoritetsaksjonær krav på tilbud om løsningssum når den selv krever innløsning.....	34
4.2.5	Aksept eller avslag av løsningstilbudet	35
4.3	Tilbudsplikt etter verdipapirhandelloven	36
4.3.1	Innledning.....	36
4.3.2	Tilbudsplikt	36
4.3.3	Tilbudsplikt i en tvangsinnløsningssituasjon	38
4.4	Sikkerhetsstillelse.....	43
4.4.1	Innledning.....	43
4.4.2	Har minoritetsaksjonær krav på sikkerhetsstillelse når den selv krever innløsning.....	44
4.4.3	Hva slags type sikkerhet.....	44
4.4.4	Sikkerhetsbeløpets størrelse	45
4.5	Skjønnsfastsettelse i mangel av minnelig overenskomst	46
4.5.1	Innledning.....	46
4.5.2	Hvem bærer rettens omkostninger	47
4.5.3	Vernetting	48
4.6	Revisjonsadgang	48
4.6.1	Innledning.....	48
4.6.2	Revisjon etter avtl § 36.....	49

<u>5</u>	<u>VERDSETTELSE.....</u>	<u>51</u>
5.1	Innledning.....	51
5.2	Verdsettelsestidspunkt	51
5.3	Adgangen til å legge vekt på etterfølgende informasjon	52
5.4	Verdsettelsesnorm.....	55
5.5	Verdsettelsesmetode	57
5.5.1	Innledning.....	57
5.5.2	Avkastningsmetoden	58
5.5.3	Substansverdi.....	61
5.5.4	Markedsverdi.....	62
5.6	Bevisbyrde og tvilsrisiko	66
<u>6</u>	<u>RENTER.....</u>	<u>67</u>
6.1	Tilkjenning av renter.....	67
6.2	Beregning av renten.....	68
<u>7</u>	<u>VURDERING AV REGELEN/ KONKLUSJON</u>	<u>69</u>
<u>8</u>	<u>KILDER.....</u>	<u>71</u>

1 INNLEDNING

1.1 Presentasjon av oppgavens tema

Temaet for oppgaven er tvangsinnløsning av minoritetsaksjonærer i aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper etter lov om aksjeselskaper (aksjeloven) 13. juni 1997 nr. 44 § 4-26 og lov om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven) 13. juni 1997 nr. 45 § 4-25. Regelen gir aksjeeier som eier mer enn ni tideler av aksjene i et annet selskap og som har en tilsvarende andel av stemmer som kan avgis på generalforsamlingen, en lovbestemt rett til å innløse mindretallsaksjonærene. Regelen gir også hver av mindretallsaksjonærene en korresponderende rett til å kreve sine aksjer innløst av hovedaksjonær.

1.2 Definisjoner

Selskapet som mindretallet eier aksjer i og som skal innløses, omtales i det følgende som objektselskapet eller målselskapet. Det som kan skape problemer er at loven anvender uttrykket ”selskapet” både om objektselskapet, jf asl § 4-26/ asal § 4-25 (2) tredje punktum, og om majoritetsaksjonær i asl § 4-26/ asal § 4-25 (3) tredje punktum.

Det kan også skape problemer at loven anvender ordlyden ”datterselskap” både om objektselskap, jf asl § 4-26/ asal § 4-25 (1) annet punktum og om hovedaksjonærens andre datterselskaper, jf asl § 4-26/ asal § 4-25 (1) første punktum.

Majoritetsaksjonær, hovedaksjonær, flertallsaksjonær og morselskapet vil i det følgende bli brukt om den aksjeeieren som oppfyller kravet til eier- og stemmerettsandel i asl § 4-26 / asal § 4-25 (1) første punktum.

Minoritetsaksjonær vil i det følgende bli brukt om aksjeeier som ikke er majoritetsaksjonær, i et selskap der en majoritetsaksjonær oppfyller kravet til eier- og stemmerettsandel i asl § 4-26/ asal § 4-25 (1) første punktum.

1.3 Redegjørelse for rettskildebildet

Utgangspunktet for avhandlingen er den vanlige rettskildelæren. Det sentrale er derfor hva som følger av lov, forarbeider, rettspraksis og juridisk teori.

Aksjeloven (lov 13. juni 1997 nr. 44) gjelder aksjeselskaper, mens allmennaksjeloven (lov 13. juni 1997 nr. 45) gjelder allmennaksjeselskaper. Bestemmelsen i aksjeloven (asl) § 4-26/ allmennaksjeloven (asal) § 4-25 er til dels basert på en videreføring av aksjeloven (lov 4. Juni 1976 nr. 59) § 14-9, som ved en endringslov 22. desember 1995 nr. 80 ble flyttet til aksjeloven 1976 § 3-15. Lovendringen har videreført innløsningsretten, men bestemmelsen er utvidet med regler om fremgangsmåten ved tvangsinnløsningen. De samme hensyn begrunner dagens innløsningsrett. Forarbeider og rettspraksis knyttet til den tidligere aksjelov har derfor fortsatt relevans. Gjeldende aksjelov og allmennaksjelov har felles forarbeider. Det foreligger to sett av forarbeider.¹ Dette kan til tider skape forvirring. Ved en eventuell motstrid går imidlertid sistnevnte foran.

Regelen om tvangsinnløsning er godt behandlet i juridisk teori. Dette gjelder spesielt Krohn (2000), Woxholth (2003), Aarbakke m fl (2004) og Andenæs (2006). Juridisk teori er derfor en viktig rettskildefaktor.

Foreløpig foreligger det bare en Høyesterettsdom, Rt.2003.713 (Norway Seafoods-dommen). Dommen har betydelig vekt som rettskilde, og ansees å ha stadfestet etablert praksis. Dette gjelder spesielt rundt verdsettelsesspørsmålet der dommen gir klare føringer.

¹ NOU 1996:3, Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) og Inst.O. nr. 80 (1996-1997) er forarbeidene til dagens lov.

Det foreligger også en del skjønnpraksis. Skjønnen er i all hovedsak avhjemlet i første instans. Mange av sakene avgjøres derfor ved voldgift.

Innføring av regelen om tvangsinnløsning i lov om aksjeselskaper 1976 § 14-9 ble til i et nordisk samarbeid. Bestemmelsen ble innført med den gjeldende svenske bestemmelsen om tvangsinnløsning som forbilde. Ved tolkning av asl § 4-26/ asal § 4-25 er det derfor grunn til å legge vekt på hvordan den svenske tvangsinnløsningsregelen er å forstå.

Økonomisk teori kommer til anvendelse ved behandling av verdsettelsesmetodene i forbindelse med fastsettelsen av løsningssummen.

1.4 Lovvalg

Asl § 4-26 (6) regulerer lovvalget. Etter asl § 4-26 (6) første punktum står det uttrykkelig: ”er datterselskapet et allmennaksjeselskap, gjelder lov om allmennaksjeselskaper § 4-25.” Ordlyden ”datterselskap” må her forstås som objektselskapet. Det følger av asl § 4-26 (6) annet punktum; ”Det samme gjelder når morselskapet er et allmennaksjeselskap.” Dersom morselskapet eller objektselskapet er et allmennaksjeselskap, taler ordlyden i asl § 4-26 (6) for at allmennaksjelovens bestemmelse om tvangsinnløsning skal gjelde. Bestemmelsen har fått kritikk. Andenæs uttaler: ”...når det er mindretallets aksjer i et aksjeselskap som skal innløses, bør innløsningsregelen i lov om aksjeselskaper prinsipielt komme til anvendelse uten hensyn til hovedaksjonærens selskapsrettslige status.”² Bestemmelsen i asl § 4-26 (6) innebærer imidlertid at reglene i asl § 4-26 ikke kommer til anvendelse når morselskapet eller objektselskapet er et allmennaksjeselskap.³

Etter asl/ asal § 1-4 (2) tredje punktum gjelder reglene i asl § 4-26/ asal § 4-25 ikke for utenlandsk datterselskap. Ordlyden ”datterselskap” er her ment å være objektselskapet. Unntaket i asl/ asal § 1-4 (2) tredje punktum har sammenheng med at det ved norsk lovgivning

² Andenæs (2006) s 236

³ Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) s 139

ikke kan tvinges gjennom tvangsinnløsning overfor selskaper som ikke hører under norsk jurisdiksjon.⁴ I en situasjon hvor objektselskapet for eksempel er tysk, må tvangsinnløser følge eventuelle tvangsinnløsningsregler etter tysk lov.

1.5 Videre fremstilling

Avhandlingen vil behandle regelen om tvangsinnløsning av minoritetsaksjonærer i sin helhet, både ved krav om tvangsinnløsning fra majoritetsaksjonær og minoritetsaksjonær. I det følgende vil avhandlingen ta for seg vilkårene for å kunne kreve tvangsinnløsning, herunder hvem som kan kreve tvangsinnløsning, hva som er gjenstand for tvangsinnløsning og kravet til kapital og stemmerettsandel. Videre redegjøres for fremgangsmåten ved en tvangsinnløsning (beslutning, tilbud, binding ved passivitet, sikkerhetsstillelse, revisjonsadgang osv.) Deretter redegjøres for verdsettelse av løsningssummen. En problemstilling utenfor den rent selskapsrettslige fremstillingen vil være tilbudsplikt etter verdipapirhandellovens regler.

⁴ Aarbakke m fl (2004) s 98

2 HENSYN

2.1 Innledning

Både majoritetsaksjonær og minoritetsaksjonær har rett til å kreve tvangsinnløsning, jf asl § 4-26/ asal § 4-25 (1). Hensynet til partenes innløsningsrett er imidlertid noe forskjellig begrunnet.

2.2 Hensynet til majoritetsaksjonærene

Majoritetsaksjonærens innløsningsrett er begrunnet med de praktiske problemstillinger en majoritetsaksjonær kan ha med en liten minoritet.⁵ Det kan være uforholdsmessig vanskelig for majoritetsaksjonæren å drifte selskapet og samtidig ta hensyn til mindretallet. I følge forarbeidene er dette særlig tilfellet der minoritetsaksjonærene er i et ”varig tilfelle av opposisjon”.⁶ Ved å kunne innløse mindretallet, vil majoritetsaksjonæren bli eneeier og få økt handlefrihet.

Bestemmelsen gir majoritetsaksjonæren mulighet til å fjerne minoriteten ved behov for omstillinger og omstrukturering. Tvangsinnløsning kan for eksempel være et skritt i retning av fusjon mellom mor og datter.⁷ Regelen om forenklet fusjon kommer bare til anvendelse når morselskapet eier alle aksjene alene, jf asl § 13-23/ asal § 13-24 (1). Det er derfor en sammenheng mellom bestemmelsen om tvangsinnløsning av minoritetsaksjonærer og reglene om forenklet fusjon.⁸ Er vilkårene for å kreve tvangsinnløsning tilstede, kan den imidlertid gjennomføres uavhengig av hvilket formål eller begrunnelse som er gitt.⁹

⁵ Innstilling til lov om aksjeselskaper 1970 s 184

⁶ NOU 1996:3 s 75

⁷ Innstilling til lov om aksjeselskaper 1970 s 184

⁸ Mer se Giertsen (1999) s 259-261

⁹ Innstilling om lov om aksjeselskaper av 1970 s 184

I forarbeidene påpekes det: "...innløsning er særlig praktisk hvor et aksjeselskap ved erverv av aksjer i et bestående selskap har fått dominerende innflytelse i dette. I disse tilfeller kan innløsningsretten ha en spesiell funksjon. Hvis aksjeeierne i et bestående selskap får tilbud fra et annet aksjeselskap om kjøp av aksjene eller om ombytting med aksjer i tilbyderselskapet, vil det ofte være knyttet til en forutsetning om at alle går med og at ingen av aksjeeierne skal kunne oppnå varige fordeler ved å si nei."¹⁰ Videre fremgår at majoritetsaksjonærens innløsningsrett vil redusere minoritetens spekulasjonsinteresse i tilfellet av en oppkjøpssituasjon.¹¹

Majoritetsaksjonærens innløsningsrett kan også begrunnes fra en samfunnsøkonomisk synsvinkel. Hensynet til minoritetens rett til å være aksjeeier i selskapet, må avveies mot samfunnets interesse av å kunne gjennomføre omstillinger i næringslivet på en enkel måte. Selv om dette ikke er nevnt i lovens forarbeider, kan det virke som om lovgiver har valgt å hensynta et velfungerende dynamisk næringsliv.¹² Dette gjør det naturlig å trekke en parallell til ekspropriasjon. Både i tilfellet med ekspropriasjon og tilfellet med tvangsinnløsning blir en part pålagt ufrivillig avståelse av egen eiendom. I tvangsinnløsningstilfellet har imidlertid lovgiver valgt også å gi minoriteten en tilsvarende tvangsinnløsningsrett. Noen slik regel forligger ikke ved ekspropriasjon.

2.3 Hensynet til minoritetsaksjonærene

Av hensynet til gjensidighet har lovgiver gitt mindretallet en tilsvarende innløsningsrett. Skal morselskapet ha en generell innløsningsrett, bør minoriteten ha det samme. Regelen skaper gjensidighet og balanse mellom majoritetsaksjonær og minoritetsaksjonær.

Bestemmelsen om tvangsinnløsning er begrunnet i handlefrihet. Hensynet til minoritetsaksjonærenes innløsningsrett er imidlertid begrunnet i mindretallets svake stilling.

¹⁰ Innstilling om lov om aksjeselskaper av 1970 s 184

¹¹ Ot.prp. nr. 19 (1874-1975) s 206

¹² Andenæs (2006) s 234-235

Mindretallets stilling er vanskelig da det ofte vil være majoritetsaksjonæren som avgjør hvilke utgifter og inntekter som faller på objektselskapet.¹³ Minoritetsaksjonær kan ende i en situasjon der de får lite avkastning på den kapitalen de har bundet i selskapet. Hovedaksjonæren har en forpliktelse til å gi minoriteten ”fair behandling”.¹⁴ Det kan imidlertid være vanskelig å vite hva som ligger i begrepet.

En aksjeeier som ønsker å tre ut av et selskapsforhold kan som utgangspunkt avhende aksjene. Det er en viktig aksjonærrettighet å kunne tre ut av selskapet ved å realisere aksjenes verdi i et marked. Hovedregelen er at aksjer kan omsettes fritt, jf asl § 4-15/ asal § 4-15 (1). I aksjeselskaper er imidlertid overdragelse av aksjer betinget av at ikke annet er bestemt i lov, vedtekter eller avtale mellom aksjeeierne, jf asl § 4-15 (1). Lovbestemte betingelser er at selskapet må gi samtykke i overdragelsen og reglen om forkjøpsrett, jf asl § 4-15 (2) og asl 4-16. De lovbestemte begrensningene til overdragelse av aksjer i aksjeloven viser behovet for regelen om minoritetsaksjonærenes rett til å kunne kreve innløsning av aksjene sine.

Slike lovbestemte begrensninger i overførbarheten gjelder ikke for aksjer i allmennaksjeselskaper, med mindre det er fastsatt i vedtektene eller i avtale mellom aksjeeierne, jf asal § 4-15 (1). For allmennaksjeselskapets aksjer vil det derfor vanligvis foreligge et marked. I så fall vil ordinære aksjeposter kunne avhendes til markedspris.

Hovedproblemet for minoritetsaksjeeierne i både aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper er imidlertid at de har så små eierandeler, at det i praksis ikke eksisterer et marked å selge aksjene i. Majoritetens dominerende eierandel gir lav etterspørsel etter minoritetens aksjer, fordi eventuelle nye eiere vil komme i samme svake stilling. Majoritetsaksjonær vil i denne situasjonen være fristet til å avvente et kjøp av de resterende aksjene til markedsprisen har falt (squeeze - out). Minoriteten vil derfor ha vanskeligheter med å komme seg ut av selskapet ved

¹³ Innstilling om lov om aksjeselskaper av 1970 s 184

¹⁴ Innstilling om lov om aksjeselskaper av 1970 s 184

et vanlig salg, uten å miste store deler av kapitalen.¹⁵ Et av de overordnede hensyn bak minoritetens tvangsinnløsningsrett er derfor å gi minoriteten investeringsbeskyttelse. Bestemmelsen i asl § 4-26/ asal § 4-25 gir minoritetsaksjonærene saksbehandlingsregler for å gjennomføre innløsningen slik at de kan komme seg ut av selskapet med en rimelig pris på aksjene. Bestemmelsen om minoritetens rett til å kreve innløsning er også en sikkerhet mot majoritetens potensielle maktmisbruk. I følge forarbeidene vil kravet til ”fair behandling” oppfylles ved innløsning etter reglene i asl § 4-26/ asal § 4-25.¹⁶

Det er flere regler i aksjeloven som gir minoritetsvern. Utøvelse av de vanligste minoritetsrettigheter etter aksjeloven er betinget av at mindretallet representerer minst ti prosent av aksjekapitalen.¹⁷ I et aksjeselskap der majoritetsaksjonæren har mer enn ni tideler av aksjene vil det være lite rom for minoritetsaksjeeierne til å ivareta sine interesser. Et overordnet hensyn bak minoritetens innløsningsrett er derfor begrunnet i minoritetens rettssikkerhet.

Et annet hensyn bak bestemmelsen om tvangsinnløsning er vern om selskapets kapital.¹⁸ Ved innløsning får minoritetsaksjonærene tilgang til sin andel av selskapskapitalen, uten at det belaster selskapets kapitalbase.

¹⁵ NOU 1996:3 s 74-76

¹⁶ Innstilling om lov om aksjeselskaper av 1970 s 184

¹⁷ Eksempel asl §§ 5-6, 7-3, 8-4, 17-4

¹⁸ NOU 1996:3 s 75

3 VILKÅR FOR Å KREVE TVANGSINNLØSNING

3.1 Innledning

Bestemmelsen om tvangsinnløsning er mest aktuell for aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper som har mange aksjonærer. Vilklårene for å kreve tvangsinnløsning er absolutte. Er vilklårene til kapital- og stemmerettsandel til stede, kan innløsningen gjennomføres ubetinget.¹⁹

Bestemmelsen kan derfor påberopes til enhver tid, så lenge majoritetsaksjonæren oppfyller kravet til kapital- og stemmerettsandel i asl § 4-26/ asal § 4-25 (1) første punktum.

Bestemmelsen kan tolkes antitetisk. Dersom flertallskravet ikke er tilstede, vil innløsning ikke kunne gjennomføres.

Hovedregelen er at aksjeeier står fritt til å disponere over aksjer den eier. Asl § 4-26/ asal § 4-25 (1) gir majoritetsaksjonær en lovbestemt rett til å tvinge mindretallet til å selge aksjene sine, og mindretallsaksjeeierne en lovbestemt rett til å kreve at majoritetsaksjonæren kjøper aksjene deres. Bestemmelsen om tvangsinnløsning er derfor et unntak fra hovedregelen. Bestemmelsen skiller seg fra aksjelovens og allmennaksjelovens andre innløsningsbestemmelser, som stiller krav til mislighold, myndighetsmisbruk, eller vedtektsfestet innløsning i forbindelse med nedsettelse av aksjekapital, jf asl/ asal § 4-24, § 4-25, § 12-7. Disse innløsningsreglene anvendes oftere på selskaper med liten aksjespredning.

Et viktig prinsipp i Norsk rett er avtalefrihet. Selv om flertallskravet er oppfylt må det imidlertid være adgang til å avskjære retten til å tvangsinnløse på avtalemessige vilkår. Aksjeeierne står derfor fritt til å avtale for eksempel at hovedaksjonær ikke kan benytte sin tvangsinnløsningsrett ovenfor minoritetsaksjonærene.

¹⁹ Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) s 139

3.2 Hvem kan kreve tvangsinnløsning

3.2.1 Majoritetsaksjonær krever tvangsinnløsning

Etter asl § 4-26/ asal § 4-25 (1) første punktum kan aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper kreve tvangsinnløsning. I aksjeloven § 4-26 (1) er majoritetsaksjonær definert som ”aksjeselskap” og ”morselskap”. Ordlyden taler i retning av at hovedaksjonæren må være et aksjeselskap for at bestemmelsen skal få anvendelse. I asl § 4-26 (7) er imidlertid tvangsinnløsningsretten utvidet til å også gjelde der hovedaksjonæren er aksjeeier som ”ikke er aksjeselskap eller allmennaksjeselskap”. Majoritetsaksjonæren kan derfor enten være en fysisk eller juridisk person. Enkeltpersoner, det offentlige, foreninger og stiftelser kan kreve tvangsinnløsning av minoritetens aksjer forutsatt at de ”eier en så stor del av aksjene i et aksjeselskap som fastsatt i første ledd”, jf asl § 4-26 (7). Aksjelovens begrensning om at tvangsinnløsning kun gjelder i konsernforhold er derfor forlatt. Selv om bestemmelsen har en annen ordlyd, har vi tilsvarende regel i asal § 4-25 (6).

Etter asl/ asal § 1-4 (2) første punktum kan reglene i asl § 4-26/ asal § 4-25 om datterselskap også få anvendelse på datterselskap med utenlandsk morselskap. Hovedaksjonær kan derfor være et norsk eller utenlandsk selskap. Av dette fremgår det at en utenlandsk hovedaksjonær kan kreve tvangsinnløsning.

I tilfellet man står ovenfor et konsern der objektselskapet er majoritetsaksjonærens datterdatterselskap, er det spørsmål om det kan kreves innløsning fra datterdatterselskapets morselskap (majoritetens datterselskap). Loven omtaler innløsende majoritetsaksjonær som ”morselskapet”, jf asl § 4-26/ asal § 4-25 (1). Vilåret for å være et morselskap er at selskapet eier aksjer eller selskapsandeler som har ”bestemmende innflytelse over et annet selskap” jf asl/ asal § 1-3 (2). For at selskapet skal ha ”bestemmende innflytelse” kreves det at det eier så mange aksjer eller andeler i et annet selskap at de representerer et ”flertall av stemmene”, jf asl § 1-3 (2) nr.1. Et ”flertall av stemmene” vil si mer enn femti prosent. Vilårene for å være et morselskap etter asl / asal § 1-3 (2) kan derfor være oppfylt i tilfellet datterselskapet eier mer enn femti prosent av aksjene i objektselskapet, forbeholdt at alle aksjene har lik stemmerett. Selv om kravet i asl § 1-3 (2) er til stede, må imidlertid majoritetsaksjonær også oppfylle kravet

til kapital- og stemmerettsandel i asl § 4-26/ asal § 4-25 (1) første punktum. Dette taler for at innløsningsretten er forebeholdt konsernspissen som tilfredsstiller kravet til kapital- og stemmerettsandel. Dette stemmer også best med lovens ordlyd i asl § 4-26/ asal § 4-25 (1), jf ”...det selskapet som direkte eller indirekte oppfyller vilkårene...”

I følge Krohn er det bare morselskapet med ”kvalifisert kontroll” over objektselskapet som kan kreve tvangsinnløsning.²⁰ Det er derfor bare det bakenforliggende eierselskapet, bestemor eller oldemor, som er rette innløser. Man må derfor gå til det første nivået hvor vilkåret om kvalifisert kontroll er oppfylt. Dette bekreftes av Andenæs.²¹ Krohn begrunner dette med at det ikke er behov for flere parter på flertallssiden, da det kan skape problemer med ”hensyn til rettskraft og litispendens”.²² Aarbakke m fl er imidlertid av en annen oppfatning.²³ Han åpner for at innløsning kan kreves av det morselskapet som ligger nærmest objektselskapet, selv om det ikke har tilstrekkelig majoritet. Han begrunner dette med forretningsfordelingen innad i konsernet. Jeg er enig med Krohn. Dette vil være den ryddigste løsningen å forholde seg til for aksjonærene.

Et spørsmål i forlengelse av dette er om eventuelt morselskapet til selskapet med ”kvalifisert kontroll” har innløsningsrett. For det første vil selskapet være et ”morselskap”, jf asl/ asal § 1-3 (2). For det andre kan selskapet også oppfylle kravet om kapital og stemmerettsandel, jf asl § 4-26/ asal § 4-25 (1) første punktum. Hensynet til rettskraft og litispendens må imidlertid også gjelde her, slik at det bare er selskapet med kvalifisert kontroll som kan kreve innløsning. I en situasjon der en fysisk person eier det bakenforliggende selskapet med ”kvalifisert kontroll”, vil bare selskapet kunne kreve innløsning.²⁴

²⁰ Krohn (2000) s 37

²¹ Andenæs (2006) s 237

²² Krohn (2000) s 36

²³ Aarbakke m fl (2004) s 303

²⁴ Krohn (2000) s 37

3.2.2 Minoritetsaksjonær krever tvangsinnløsning

Det følger av asl § 4-26/ asal § 4-25 (2) annet punktum at hver av de øvrige aksjeeierne i datterselskapet har rett til å kreve at morselskapet overtar aksjene. ”Datterselskapet” er her å forstå som objektselskapet. En tolkning av ordlyden ”hver av de øvrige aksjeeierne” taler for at det omfatter de aksjeeierne som ikke er majoritetsaksjeeiere. Asl/ asal § 1-4 setter ikke krav til minoritetsaksjonærenes nasjonalitet. Rettigheten til å tvangsinnløse kan derfor utøves uten hensyn til dette.

3.3 Gjenstand for tvangsinnløsning

Gjenstand for tvangsinnløsning er ”aksjene” i objektselskapet, jf asl § 4-26/ asal § 4-25 (1) første og annet punktum. Aksjer er forholdsmessige eierandeler i selskapet. Ordlyden ”aksjene” taler for at andre verdipapirer utstedt av selskapet ikke kan innløses. Verdipapirer som gir rett til aksjer i fremtiden, for eksempel konvertible obligasjoner eller frittstående tegningsretter, jf asl/ asal § 11-1, kan derfor ikke være gjenstand for tvangsinnløsning. Aksjer som er båndlagt, for eksempel pantsatte aksjer, er imidlertid ikke til hinder for tvangsinnløsning.

Et interessant spørsmålet er om den enkelte minoritetsaksjonær kan kreve tvangsinnløsning av en enkelt aksje, eller om det er krav om at samtlige av minoritetens aksjer må kreves innløst. Minoritetsaksjonærens rett til å kreve tvangsinnløsning er utformet med hensyn til den ugunstige posisjonen den har i selskapet med mindre enn 10 prosent av aksjene.²⁵ Dette taler for at minoritetsaksjeeier ikke har beskyttelsesverdig interesse i en delvis innløsning, og at samtlige aksjer bør kreves innløst. Majoritetsaksjonær har en egen interesse i at det ikke må foretas flere skjønn, da dette vil øke kostnadene. Hensynet til majoritetsaksjonær taler derfor i samme retning. Konklusjonen er at samtlige av minoritetsaksjonærens aksjer må kreves innløst.²⁶

²⁵ Innstilling om lov om aksjeselskaper av 1970 s 184

²⁶ Motsatt Aarbakke m fl (2004) s 305

Minoritetens rett til å kreve tvangsinnløsning gjelder imidlertid bare egne aksjer.²⁷ Dette betyr at minoritetsaksjonærens innløsning ikke omfatter de andre minoritetsaksjonærenes aksjer.

3.4 Flertallskravet

3.4.1 Innledning

Et grunnleggende krav for å kreve tvangsinnløsning etter asl § 4-26/ asal 4-25 er flertallskravet. Det følger av ordlyden i asl § 4-26/ asal § 4-25 (1) første punktum at majoritetsaksjonær må eie ”mer enn ni tideler av aksjene” i objektselskapet og ha en ”tilsvarende del av de stemmer som kan avgis på generalforsamlingen.” Flertallskravet inneholder to kumulative vilkår. Kravet til stemmerettsandel får imidlertid bare selvstendig betydning dersom det er stemmerettsbegrensninger i selskapet. De samme vilkårene må være til stede både ved krav om innløsning fra majoritetsaksjonær og minoritetsaksjonær, jf asl § 4-26/ asal § 4-25 (1) første og annet punktum.

3.4.2 Kapitalvilkåret

Flertallskravet inneholder for det første et kapitalvilkår. Kapitalvilkåret innebærer at majoritetsaksjonæren må eie ”mer enn ni tideler av aksjene” i objektselskapet, jf asl § 4-26/ asal 4-25 (1) første punktum.

Utgangspunktet er den registrerte aksjekapitalen i objektselskapet. Deretter må man regne ut hva flertallet skal beregnes ut ifra (beregningsgrunnlaget). Alle aksjer skal ikke nødvendigvis være en del av beregningsgrunnlaget. I det videre skal jeg se nærmere på hvilke aksjer som skal inngå i beregningsgrunnlaget og beregning av majoritetens aksjebeholdning i nevnte rekkefølge.

²⁷ Andenæs (2006) s 247

3.4.2.1 Beregningsgrunnlaget

Det er ut ifra beregningsgrunnlaget man skal finne ut om majoritetsaksjonæren har tilfredsstilt kravet til mer enn ni tideler av aksjekapitalen, jf asl § 4-26/ asal § 4-25 (1) første punktum.

Ordlyden utdyper ikke nærmere hvordan man kommer frem til hvilke aksjer som skal inngå i beregningsgrunnlaget. Fremgangsmåten fremkommer av juridisk teori og praksis.

Beregningsgrunnlaget tar utgangspunkt i den samlede registrerte selskapskapitalen i objektselskapet på det tidspunktet innløsningen gjøres gjeldende. Det er bare aksjer som foreligger på tidspunktet for innløsningen som skal være med i beregningsgrunnlaget. Forhøyelse av aksjekapitalen som er besluttet, men ikke registrert, øker ikke beregningsgrunnlaget.²⁸ Det samme gjelder for aksjer selskapet er forpliktet til å utstede, men som enda ikke er utstedt og registrert.

Etter asl/ asal § 9-2 har selskapet en rett til å erverve egne aksjer. Beholdningen av egne aksjer kan ikke overstige ti prosent av aksjekapitalen, jf asl/ asal § 9-2 (1). En interessant problemstilling er om objektselskapets egne aksjer kan være en del av de aksjene som inngår i beregningsgrunnlaget. Dette fremgår ikke av ordlyden i asl § 4-26/ asal § 4-25. Etter asl § 5-3/ asal § 5-4 (3) annet punktum, skal en aksje som tilhører selskapet selv ikke regnes med ”når en rett kan utøves bare av eiere av en viss del av selskapets aksjekapital.” Ordlyd taler for at man må se bort fra selskapets beholdning av egne aksjer i beregningsgrunnlaget. Dette betyr i realiteten at majoritetsaksjonær kan oppfylle lovens krav til kapitalandel med mindre enn ni tideler av selskapets totale aksjekapital.

3.4.2.2 Beregning av majoritetsaksjonærens aksjebeholdning

Ved beregning av majoritetsaksjonærens aksjebeholdning tar man utgangspunkt i den aksjebeholdningen majoriteten ”eier”, jf asl § 4-26/ asal § 4-25 (1) første punktum. I tilfellet majoritetsaksjonær har rett til å bli aksjeeier i kraft av konvertible lån, taler ordlyden for å ikke

²⁸ Andenæs (2006) s 238

anse aksjene medregnet i flertallets beholdning, før den eventuelle obligasjonen er konvertert eller opsjonen er utøvd.

3.4.2.2.1 Identifikasjon

Majoritetsaksjonær (morselskapet) kan eie aksjer ”alene eller gjennom datterselskap”, jf asl § 4-26/ asal § 4-25 (1) første punktum. Etter ordlyden kan majoritetsaksjonær eie aksjer direkte eller indirekte i objektselskapet. I følge forarbeidet skal datterselskapene identifiseres med morselskapet, slik at datterselskapets aksjer regnes med i beholdningen av morselskapets aksjer i objektselskapet.²⁹ Bestemmelsen er en identifikasjonsregel der konsernets samlede innehav er bestemmende.

Majoritetsaksjonær kan eie aksjer indirekte gjennom ett eller flere datterselskap. For eksempel kan hovedaksjonær eie aksjer gjennom to datterselskap som hver eier 46 prosent av aksjene i objektselskapet. Et annet tilfellet er der majoritetsaksjonær eier en andel aksjer direkte i objektselskapet og de resterende gjennom et eller flere datterselskap. Ved beregningen må eventuelle eierandeler fra utenlandske datterselskaper også være med, jf asl/ asal § 1-4 (2).

Hvis innløsende majoritetsaksjonær er en fysisk person kan det stilles spørsmål om man også her kan anvende identifikasjonsregelen. Ordlyden ”aksjeeier” i asl § 4-26 (7) kan tale i retning av at en tilsvarende identifikasjonsregel ikke skal gjelde, selv om dette er en usikker tolkning. Formålet med asl § 4-26 (7) må imidlertid være å utvide innløsningsregelen, uavhengig av hvem som er innløsende part. Ordlyden må forstås slik at ni tideler av aksjene må eies av innløser alene eller gjennom selskap der vedkommende har bestemmende innflytelse, jf asl/ asal § 1-3 (2).

En problemstilling i forbindelse med identitet og fysiske personer oppstår der majoritetsaksjonærenes aksjer er spredt på flere familiemedlemmer. Spørsmålet er om det i dette tilfellet er rom for innløsning. I utgangspunktet er det åpnet for tvangsinnløsning fra ”aksjeeier”

²⁹ Ot.prp. nr. 36 (1993-1994) s 189

som ikke er aksjeselskap eller allmennaksjeselskap, jf asl § 4-26 (7). I tilfellet familiemedlemmenes samlede eierandelen er over ni tideler, slik at familiemedlemmene har den kontrollerende andelen i selskapet, skulle man anta at det var rom for å kreve innløsning, jf asl § 4-26 (1) første punktum. Det foreligger imidlertid ingen henvisning i asl § 4-26/ asal § 4-25 til asl/ asal § 1-5 om nærstående. Spørsmålet ble forsøkt løst i NOU 1996:2 som foreslo utkast til vphl § 4-18.³⁰ Departementet fant imidlertid at spørsmålet burde løses i aksjeloven. Aksjelovens forarbeider har ikke berørt spørsmålet. Verken loven eller forarbeidene gir grunn til å trekke identifikasjonen så langt at den omfatter ”nærstående”. Familiemedlemmer kan ikke oppfylle flertallskravet ved identifikasjon. Det er derfor ikke rom for innløsning når flertallsaksjene er spredt på familiemedlemmer. De kan eventuelt velge å innordne seg en eierstruktur som åpner for bruk av tvangsinnløsning etter asl § 4-26/ asal § 4-25.

3.4.2.2.2 Forholdet til asl/ asal § 4-2

I forbindelse med majoritetsaksjonærs erverv av aksjer i objektselskapet kan det stilles spørsmål til hvorvidt ervervet av aksjer kan inngå i hovedaksjonærens beholdning i forhold til reglene i asl/ asal § 4-2. Bestemmelsen i asl/ asal § 4-2 gjelder vilkårene for å utøve aksjonærrettigheter. Hovedaksjonærens erverv av aksjer må i utgangspunktet registreres for at det kan inngå i flertallets beholdning. Etter ordlyden i asl/ asal § 4-2 (1) kan erververen av en aksje bare utøve de rettigheter som tilkommer en aksjeeier når ervervet er innført i aksjeeierbok/ aksjeeierregister, eller er meldt og godtgjort uten at det hindres av omsetningsbegrensninger etter vedtektene eller loven. For det første følger det av ordlyden at det ikke er nødvendig med registrering for å kunne utøve aksjeeierrettighetene. Det holder at ervervet er ”meldt og godtgjort på annen måte”. For det andre medfører bestemmelsen at omsetningsbegrensninger kan stanse utøvelsen av aksjeeierrettighetene. Dette betyr at erverv av aksjer ikke kan medregnes i flertallets beholdning. Forkjøpsrett etter asl § 4-19- § 4-23/ asal § 4-16 og § 4-23 går derfor foran løsningsretten.³¹ I realiteten betyr det at minoritetsaksjonær kan bruke forkjøpsretten til å

³⁰ NOU 1996: 2

³¹ Andenæs (2006) s 239-240, Krohn (2000) s 33, Aarbakke m fl (2004) s 304

holde sin andel av aksjekapitalen ved like, og på den måten unngå et eventuelt krav om tvangsinnløsning.

3.4.2.2.3 Inn- og utlån av aksjer

Innledning

Lån av aksjer har ikke vært behandlet i forhold til tvangsinnløsningsreglene i norsk rett. Det kan likevel være interressant å behandle temaet i forbindelse med beregning av flertallets aksjebeholdning. Lån av aksjer foregår typisk ved shorthandel (shorting). Ved shorthandel låner man aksjer som man selger direkte på børsen. Man er imidlertid forpliktet til å kjøpe aksjene tilbake på et senere tidspunkt.

Innlån av aksjer

Ved innlån av aksjer kan majoritetens registrerte andel av aksjer bli tilstrekkelig til å oppfylle kravet om kapitalandel i asl § 4-25/ asal § 4-26 (1) første punktum. Spørsmålet er om majoritetsaksjonær kan kreve tvangsinnløsning av minoritetsaksjonærens aksjer i låneperioden. Et lån av aksjer fører til at låntager registreres som eier og får de organisatoriske og økonomiske rettighetene til aksjene i låneperioden.³² Som utgangspunkt kan man derfor se på lånet som et eierskifte. Et lån av aksjer er imidlertid betinget av tilbakelevering. Som Andenæs uttrykker: ”Nettovirkningen for hovedaksjonærens beholdningen er derfor lik null.”³³

Et viktig aksjerettslig prinsipp er forutsigbarhet. Faren ved å hensynta majoritetsaksjonærenes innlån av aksjer er at de kan forflytte seg ut og inn av innløsningsposisjon som det skulle passe dem. Selv om regelen om tvangsinnløsning skal ivareta partenes handlefrihet, vil hensynet til minoritetsaksjonærenes forutsigbarhet tale mot en innløsning fra majoritetsaksjonær i den perioden aksjelånet foreligger.

³² Krohn (2000) s 37

³³ Andenæs (2006) s 240

Dersom man skulle tillate tvangsinnløsning av minoriteten i låneperioden ville man kunne åpne for en uthuling av asl § 4-24/ asal § 4-23, slik at majoritetsaksjonær vil kunne kvitte seg med uønskede aksjonærer uten at vilkårene i asl § 4-24/ asal § 4-23 var oppfylt.³⁴ Dette taler i samme retning.

Grensen mellom lån og erverv kan være liten. Man kan derfor forestille seg at låneperiodens lengde kunne påvirke majoritetsaksjonærens muligheten til å tvangsinnløse minoriteten. Det er imidlertid et vilkår om at majoritetsaksjonæren "eier" ni tideler av aksjekapitalen, jf asl § 4-26 / asal § 4-25 (1). Det er et krav om at innløser er den reelle eier av aksjene.³⁵ Når man selger en aksjer short, selger man i realiteten aksjer man ikke har i depotet. Man selger derfor aksjer man ikke eier. Konklusjonen må være at de samme hensyn gjelder uavhengig av låneperiodens lengde.

Et annet spørsmålet er om minoriteten kan bli hørt med et krav om innløsning i den tilsvarende låneperioden. Minoritetshensyn taler for å la minoriteten ha innløsningsrett i låneperioden. I teorien åpnes det for at mindretallet bør ha innløsningsrett.³⁶

Utlån av aksjer

I en situasjon der majoritetsaksjonær låner ut aksjer, kan majoritetens registrerte andel av aksjer bli for liten til å oppfylle kapitalvilkåret i asl § 4-26/ asal § 4-25 (1) første punktum. Utlånet av aksjer er imidlertid også her betinget av en tilbakelevering fra låntager. Nettovirkning for majoritetsaksjonæren blir tilsvarende lik null. På bakgrunn av dette kunne man tenke seg at majoritetsaksjonær allikevel kunne kreve tvangsinnløsning i utlånsperioden. Utlån av aksjer anses imidlertid som et salg, der majoritetsaksjonær betinger seg tilbakelevering av et tilsvarende antall aksjer av samme type.³⁷ Dette medfører at majoritetsaksjonær ikke kan nå

³⁴ Krohn (2000) s 38-39

³⁵ Andenæs (2006) s 240

³⁶ Krohn (2000) s 38- 39, Andenæs (2006) s 240

³⁷ Andenæs (2006) s 240

frem med et krav om tvangsinnløsning av minoriteten i perioden aksjene er utlånt. Som Andenæs uttaler: "...tilbakeleveringsplikten kan ikke likestilles med aksjer som hovedaksjonæren eier, jf asl § 4-2." ³⁸

Faren ved majoritetens utlån av aksjer er imidlertid at det kan uthule (suspendere) minoritetens tvangsinnløsningsrett. Det er de samme vilkårene som gjelder for innløsning fra minoritetsaksjonær og majoritetsaksjonær, jf asl § 4-26/ asal § 4-25 (1) første og annet punktum. Tilsynelatende kan ordlyden tale for at heller ikke minoritetsaksjonæren skal kunne kreve innløsning i utlånsperioden. Det er imidlertid et annet syn på dette i teorien. Dersom minoriteten ikke blir hørt med et innløsningskrav, kan det oppfattes som om de får sin innløsningsrett suspendert i låneperioden. ³⁹ Hensynet bak minoritetens tvangsinnløsningsrett er nettopp å verne om minoritetens rettigheter. Konklusjonen er at minoritetsaksjonærene bør kunne beholde sin rett til å kreve tvangsinnløsning i utlånsperioden.

3.4.2.2.4 Temporære eierforhold

Hovedaksjonæren må eie ni tideler av aksjene for å kunne anvende innløsningsregelen i asl § 4-26/ asal § 4-25 (1) første punktum. Et spørsmål er om det er av betydning for flertallets aksjebeholdning at eierforholdet er temporært (midlertidig). Ordlyden i asl § 4-26/ asal § 4-25 (1) er "eier". Ordlyden setter ikke nærmere krav til eierperiodens lengde. Det uttales i Borgarting Lagmannsrett kjennelse, LB-2005-22283: "At en omtvistet aksjepost var kjøpt av saksøkte midlertidig, var uten betydning for innløsningsspørsmålet." ⁴⁰ Det følger av lagmannsrettens kjennelse at det ikke kan tillegges vekt at eierforholdet er temporært ved innløsning av minoritetsaksjonærer. Til tross for at dommen ikke har en direkte rettsvirkning, vil dette være den riktige løsningen.

³⁸ Andenæs (2006) s 240

³⁹ Krohn (2000) s 38-39, Andenæs (2006) s 240

⁴⁰ LB-2005-22283

3.4.3 Kravet til stemmerettsandel

Et grunnleggende aksjerettslig prinsipp er likhetsgrunnsetningen. Likhetsgrunnsetningen går ut på at: ”Alle aksjer gir lik rett i selskapet”, jf asl/ asal § 4-1 (1) første punktum. Dersom den enkelte aksjeeier skal få særfordeler i selskapet, må dette ha hjemmel i stiftelsesgrunnlaget eller samtykke fra dem som ikke forfordes.

Tvangsinnløsning kan bare kreves dersom morselskapet i tillegg til å ha den nødvendige kapitalandelen også har en ”tilsvarende del av de stemmer som kan avgis på generalforsamlingen”, jf asl § 4-26/ asal § 4-25 (1) første punktum. I følge ordlyden må hovedaksjonæren ha mer enn ni tideler av stemmene som kan avgis på generalforsamlingen i objektselskapet for å kunne kreve tvangsinnløsning. Tilleggskravet om stemmerettsandel får som nevnt først selvstendig betydning dersom det er stemmerettsbegrensninger i selskapet. Dette kan for eksempel være tilfellet der det i vedtektene bestemmes at det skal være flere aksjeklasser, jf asl/ asal § 4-1 (1) annet punktum, og der noen av aksjeklassene har begrenset stemmerett. Det kan også være tilfellet der vedtektene begrenser den stemmeretten som knytter seg til enkelte aksjeeiere personlig.

Vilkåret om stemmerettsandel avviker fra prinsippet i asl/ asal § 5-3 (2) første punktum. Det følger av ordlyden at: ”En stemmerettsbegrensning som er knyttet til en aksje eller person, er uten betydning i forhold til bestemmelser i den loven som gir rettigheter til hver aksjeeier eller til aksjeeiere som eier eller representerer en viss del av aksjekapitalen.” Kravet til stemmerettsandel er derfor et unntak fra likhetsgrunnsetningen, jf asl/ asal § 4-1 (1) første punktum.

En problemstilling oppstår der kravet til kapitalandel er oppfylt, men der kravet til stemmerettsandel ikke er til stede på grunn av stemmerettsbegrensninger. I denne situasjonen mister minoriteten i flere tilfeller sitt minoritetsvern samtidig som den ikke har mulighet til å komme seg ut av selskapet ved et krav om tvangsinnløsning.⁴¹ I teorien har det vært stilt

⁴¹ Eksempel asl §§ 5-6, 7-3, 8-4, 17-4

spørsmål om det doble kravet til kapital- og stemmerettsandel skal opprettholdes.⁴² Lovens krav til stemmerettsandel er imidlertid foreløpig beholdt. Etter min mening bør hensynet til minoritetsaksjeeierne tale for å la eierandelen alene være det avgjørende vilkåret for å kunne kreve tvangsinnløsning.

I allmennaksjeselskaper er det normalt tilstrekkelig at minoriteten eier en tjuedel (fem prosent) av aksjekapitalen for at mindretallsvernet inntreffer.⁴³ Vi får derfor ikke den samme problematikken rundt de mer generelle minoritetsvernsreglene i allmennaksjeloven.

3.5 Hvor lenge må flertallskravet foreligge

En tvangsinnløsning er ofte forløperen til en større omstrukturering av objektselskapet. Majoritetsaksjonær kan derfor ha interesse av å vite hvor lenge vilkårene for å kreve tvangsinnløsning må foreligge.

Som utgangspunkt må vilkårene være til stede ved fremsettelse av kravet om innløsning.⁴⁴ Vilråene må foreligge når innløsningen binder minoritetsaksjonærene. Etter alminnelige avtalerettslige regler vil innløsningskravet være bindende for minoriteten når det kommer frem til disse, jf avtl   7.⁴⁵ Vilråene må også foreligge på registreringstidspunktet.⁴⁶ På dette tidspunktet f r majoritetsaksjonær eierbeføyelser over aksjene, jf asl/ asal   4-2 (1).

Vilråene om kapital- og stemmerettsandel kan senere bli mangelfullt, for eksempel i en situasjon der hovedaksjonæren selger seg ned. Dersom partene er uenige om løsningssummen, vil en endelig avklaring først foreligge ved en senere skjønnsfastsettelse, jf asl   4-26/ asal   4-

⁴² Krohn (2000) s 34, Andenæs (2006) s 237

⁴³ Eksempel asal    5-7, 7-3, 8-4

⁴⁴ Aarbakke m fl (2004) s 304

⁴⁵ Hov (2002) s 92

⁴⁶ Woxholth (2003) s 19

25 (2) første punktum. Spørsmålet er om kravet til kapital- og stemmerettsandel må være tilstede på dette senere tidspunktet.

Lovens ordlyd gir ingen svar på hvor lenge flertallskravet må foreligge, jf asl § 4-26/ asal § 4-25. Innløsende majoritetsaksjonær blir eier av minoritetens aksjer på beslutningstidspunktet. Majoritetsaksjonær får eierbeføyelser ved registreringen, jf asl/ asal § 4-2. Loven inneholder heller ingen regler som begrenser hovedaksjonærens handlefrihet etter registreringen. Det er som Andenæs uttaler: "...loven etter at innløsningskravet er fremsatt, bare ivaretar mindretallets interesse i det økonomisk oppgjør, og at mindretallet ikke kan gjøre innsigelse mot selve innløsningskravet på grunnlag av at hovedaksjonæren etter dette tidspunktet har solgt seg ned."⁴⁷ Lovens taushet taler for at majoritetsaksjonær kan disponere rettslig over aksjene etter registreringstidspunktet.

Andenæs antyder imidlertid at "...hovedaksjonærens etterfølgende salg kan være et indisium på at denne ikke var reelle eier av et tilstrekkelig antall aksjer, slik at innløsningskravet kan settes til side av den grunn."⁴⁸ Hovedregelen er at majoritetsaksjonær må være reelle eier av aksjene. Som nevnt kan det faktum at majoritetsaksjonær har lånt aksjer ikke føre til at tvangsinnløsning kan gjennomføres for majoritetsaksjonæren, jf punkt 3.4.2.2.3. Det faktum at aksjene blir solgt direkte etter innløsningen kan derfor ikke være avgjørende så lenge vilkåret til kapital og stemmerettsandel forelå på innløsningstidspunktet. Formålet med en tvangsinnløsning er ofte å foreta større omstruktureringer i selskapet, enten ved videre salg, fusjon eller liknende. Hensynet bak innløsningsregelen er nettopp handlefrihet. Så lenge majoritetsaksjonær er reell eier av aksjene i det kravet om tvangsinnløsning fremsettes og ved registreringen, kan det faktum at han selger seg ned kort tid etterpå ikke sette til side tvangsinnløsningen. Denne løsningen åpner for et dynamisk næringsliv.

⁴⁷ Andenæs (2006) s 240

⁴⁸ Andenæs (2006) s 241

Andenæs uttaler også: ”Videre kan hovedaksjonærens etterfølgende salg til enkelte av de innløste aksjonærer, men ikke til alle, være et indisium på at innløsningsretten er benyttet som middel til å kvitte seg med enkeltaksjonærer.”⁴⁹ Formålet med majoritetens innløsningsrett er økt handlefrihet. Regelverket åpner derfor for en ønsket eierstruktur i etterkant av innløsningen. Dersom innløser for eksempel ønsker å la ansatte eller nærstående som finnes blant mindretallet fortsette som aksjonærer, kan det være helt legitimt.⁵⁰ De andre innløste er beskyttet av lovens regler om tilbudssum og sikkerhetsstillelse.⁵¹

I følge lovens forarbeider er formålet med tvangsinnløsningsregelen økt handlefrihet.⁵² Dette gjelder spesielt majoritetens omstillingsbehov. Lovens formål taler derfor for at det er tilstrekkelig at kravet til kapital- og stemmerettsandel foreligger på registreringstidspunktet. Konklusjonen er at det ikke vil ha betydning for tvangsinnløsningen at flertallskravet senere blir mangelfullt.

⁴⁹ Andenæs (2006) s 241

⁵⁰ Krohn (2000) s 45

⁵¹ Krohn (2000) s 45

⁵² Innstilling om lov om aksjeselskaper av 1970 s 184

4 FREMGANGSMÅTE VED TVANGSINNØSNING

4.1 Beslutning om tvangsinnløsning

4.1.1 Innledning

En tvangsinnløsning begynner med en beslutning om å innløse. Tvangsinnløsning er en ensidig disposisjon. For at majoritetsaksjonær skal bli innført som eier av aksjene, må vilkårene for å kreve tvangsinnløsning være tilstede og hovedaksjonærens beslutning må være gjennomført ved et lovmessig innløsningskrav overfor minoritetsaksjonærene. Dersom vilkårene ikke er til stede, vil en eventuell innføringen ansees som ugyldig.

4.1.2 Hvem skal beslutning om tvangsinnløsning rettes mot

En problemstilling er hvorvidt hovedaksjonærens innløsningskrav må rettes mot samtlige minoritetsaksjeeiere eller om det kan rettes mot en enkelt minoritet. Etter asl § 4-26/ asal § 4-25 (1) første punktum kan morselskapet beslutte å overta ”de øvrige aksjene i datterselskapet”. En naturlig språklig forståelse av ordlyden ”de øvrige” er at det omfatter de aksjonærene som ikke er majoritetsaksjonærer. Selv om ordlyden ikke eksplisitt uttaler det, kan den tale i retning av at flertallets innløsningskrav må rettes mot samtlige minoritetsaksjonærer. Som Krohn uttrykker: ”... selektiv innløsning ikke kan foretas”.⁵³

Formål med hovedaksjonærens innløsningsrett er å bli kvitt mindretallet, slik at hovedaksjonæren kan bli eneeier og få økt handlefrihet.⁵⁴ Innløsningsbestemmelsens formål dekker derfor ikke majoritetsaksjonærens behov for å innløse enkelte minoritetsaksjonærer. Lovens formål taler for at innløsningen må rettes mot mindretallet i sin helhet.

⁵³ Krohn (2000) s 44

⁵⁴ Innstilling om lov om aksjeselskaper av 1970 s 184

Sett fra en annen synsvinkel har mindretallet som ikke blir innløst, en selvstendig rett til å kreve innløsning etter asl § 4-26/ asal § 4-25 (1) annet punktum. Dette synspunktet har imidlertid fått en annen stilling etter at reglene om tilbudsplikt og sikkerhetsstillelse ble innført i asl § 4-26/ asal § 4-25 (3) og (5) annet punktum.⁵⁵ Minoritetsaksjeeiere som ikke omfattes av tilbudet kan føle seg forskjellsbehandlet ettersom de ikke får tilbud om løsningssum og sikkerhetsstillelse. Likhetsgrunnsetninger står sterkt i selskapsretten, jf asl/ asal § 4-1 (1). Dette taler for at kravet om tvangsinnløsning må rettes mot samtlige minoritetsaksjonærer. Likhetsgrunnsetningen er hovedsakelig ment å gjelde mellom selskapet og aksjonærene. Imidlertid må man også anta at den gjelder mellom aksjeeierne. Dette kommer til uttrykk gjennom hovedaksjonærs tilbudsplikt til samtlige aksjonærer i verdipapirhandelloven § 6-1 og § 6-10 (2). Om tilbudsplikt etter verdipapirhandelloven, se punkt 4.3.

Av hensyn til likhetsprinsippet og lovens formål blir konklusjonen at hovedaksjonærens beslutning om tvangsinnløsning må rettes mot samtlige minoritetsaksjonærer.

4.1.3 Hvem har beslutningsmyndighet

Der majoritetsaksjonær er et aksjeselskap eller allmennaksjeselskap, og selskapet skal kreve tvangsinnløsning, er det morselskapets styre som har beslutningsmyndighet, jf asl § 4-26/ asal § 4-25 (1) første punktum. Styrets beslutningsmyndighet kan ikke delegeres. Styret kan antakelig beslutte innløsningen, og delegere til daglig leder å beslutte når vedtaket skal iverksettes. Ved innløsning fra en annen juridisk person må tilsvarende organ fatte innløsningen. I et ansvarlig selskap vil dette for eksempel i mangel av særskilt styre, være selskapsmøtet, jf selskapsloven § 2-8 og § 2-13. I sparebanker og gjensidige selskaper vil styret ha beslutningsmyndigheten, jf sparebankloven § 15 og forsikringsvirksomhetsloven § 5-1. Der beslutning fattes av staten eller kommunen selv, må det være Kongen i statsråd eller kommunestyret som har beslutningsmyndigheten.

⁵⁵ Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) s 105-106

Dersom innløser er en fysisk person, er det ingen saksbehandlingskrav annet enn at beslutningen må meldes til registrering.⁵⁶ Dersom morselskapet er et utenlandsk selskap, må man følge kompetansereglene i vedkommende lands lovgivning.⁵⁷

4.2 Løsningstilbudet

4.2.1 Innledning

Når majoritetsaksjonæren har besluttet å kreve tvangsinnløsning har den plikt til å gi minoritetsaksjeeierne et tilbud om løsningssum, jf asl § 4-26/ asal § 4-25 (3) første punktum. Bestemmelsen er en passivitetsbestemmelse. Lovgiver mente det var behov for en bestemmelse der aksjeeiere som ikke svarte på morselskapets tilbud om løsningssum ble bundet ved passivitet.⁵⁸ Bestemmelsen om passivitet avviker fra avtalelovens alminnelige regler om tilbud, der rettsvirkningene faller bort ved utløpet av akseptfristen.

I utgangspunktet er det ingen formelle krav til fremsettelsen av tilbudssummen, jf asl § 4-26/ asal § 4-25 (3) første punktum. Tilbudet kan derfor fremsettes både muntlig og skriftlig. Direkte, muntlig henvendelse er mest naturlig å anvende der aksjeeierne er få og adressene er kjente. For at en oversittelse av fristen skal få en preklusiv virkning er det imidlertid krav om skriftlighet og at tilbudet kunngjøres i samsvar med reglene i asl § 4-26/ asal § 4-25 (3) andre og tredje punktum. Fremgangsmåten er særlig anvendelig i selskaper med mange aksjeeiere.

Tilbudet må sendes ”skriftlig på papir” til alle aksjeeiere med kjent adresse, jf asl § 4-26/ asal § 4-25 (3) annet punktum. Etter lovendring 21 desember 2001 nr 117 vil således elektronisk kommunikasjon ikke være likeverdig. Bestemmelsen er et unntak fra asl/ asal § 18-5 der hovedregelen er at elektronisk kommunikasjon kan benyttes. Tilbudet må videre kunngjøres i

⁵⁶ Krohn (2000) s 43

⁵⁷ Aarbakke m fl (2004) s 304

⁵⁸ Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) s 139

Brønnøysundregistrenes elektroniske kunngjøringspublikasjon og i en avis som er alminnelig lest på objektselskapets forretningssted, jf asl § 4-26/ asal § 4-25 (3) annet punktum.

Dersom de formelle kravene er fulgt, kan innløser sette en frist for den enkelte aksjeeier til å komme med innsigelser mot eller avslå det tilbudte beløp, jf asl § 4-26/ asal § 4-25 (3) annet punktum. Dersom innsigelse ikke kommer frem til majoritetsaksjonær innen utløp av fristen, ansees aksjeeieren for å ha akseptert tilbudet, jf asl § 4-26/ asal § 4-25 (3) tredje punktum.

Bestemmelsen inneholder ingen frist for utsendelsen av tilbudt løsningssum. I forarbeidene er det imidlertid antatt at det skal skje ”omgående”.⁵⁹ Det betyr at majoritetsaksjonær vil kunne bruke den tiden som er nødvendig for å foreta en forsvarlig forberedelse og eventuelt en verdivurdering som kan danne grunnlag for tilbud.

Ved å anvende den formelle fremgangsmåten i asl § 4-26/ asal § 4-25 (3) annet og tredje punktum, legger majoriteten et press på minoritetsaksjonærene til faktisk å ta stilling til den tilbudte løsningssummen, i stedet for passivt avvente en skjønnsløsning. Før regelen om passivitet ble innført, ble løsningssummen fastsatt ved skjønn der det ikke forekom utrykkelig enighet. I praksis var det vanskelig å få minoritetsaksjonærene til å ta stilling til løsningstilbudet slik at de fleste sakene endte med skjønnsprosess. Lovgiver fant behov for å kunne gjennomføre innløsningen på en mer arbeidsbesparende måte både for selskapet og domstolene.⁶⁰ Formålet med passivitetsbestemmelsen er å få redusert mengden skjønnsprosesser til de tilfellene det faktisk foreligger en reell interessekonflikt.⁶¹

Dersom minoritetsaksjonæren ikke blir bundet ved passivitet, og det ikke blir alminnelig enighet om løsningssummen, blir den fastsatt ved skjønn, jf asl § 4-26/ asal § 4-25 (2) første punktum. Mer om skjønnsfastsettelse, se punkt 4.5.

⁵⁹ NOU 1996:3 s 190

⁶⁰ Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) s 139

⁶¹ Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) s 139, NOU 1992:29

4.2.2 Hva skal aksjeeier ta stilling til

Minoritetsaksjonær må for det første ta stilling til om vilkårene for å kreve tvangsinnløsning er tilstede. For det andre må minoritetsaksjonær ta stilling til den tilbudte løsningssummen.

I følge asl § 4-26/ asal § 4-25 (3) annet punktum må minoritetsaksjonæren "...komme med innsigelser mot eller avslå tilbudet." Et krav om tvangsinnløsning fra majoritetsaksjonær kan neppe i seg selv anses som et "tilbud". Ordlyden taler derfor for at det kun er den tilbudte løsningssummen innløste aksjeeier skal ta stilling til etter asl § 4-26/ asal § 4-25 (3) annet punktum. Dette bekreftes i forarbeidene der det uttrykkelig står: "...spørsmålet kun gjelder fastsettelse av løsningssummen, i og med at selskapets rett til å overta aksjene er ubetinget."⁶² I praksis er det hovedsakelig løsningssummen partene strides om.

Dersom minoritetens passivitet skulle berøre muligheten til å komme med innsigelser mot selve grunnlaget for tvangsinnløsning måtte man foreta en utvidende tolkning som strekker seg utenfor ordlyden. Formålet bak innføringen av passivitetsregelen er å redusere antall tvistesaker til de tilfellene det faktisk foreligger tvist om løsningssummen. Etter lovens formål blir det ikke riktig å gi regelen en rekkevidde ut over dette.⁶³

Har imidlertid innløste minoritetsaksjonær uttrykkelig akseptert innløsningstilbudet, stiller spørsmålet seg noe annerledes. En aksept av tilbudssummen må ansees som at avtale om tvangsinnløsning er inngått. Man må da forutsette at minoritetsaksjonær også har forspilt sin rett til å bestride selve løsningsretten.

Innsigelser mot selve tvangsinnløsningsrettens grunnlag løses ikke i asl § 4-26/ asal § 4-25. Ønsker innløste aksjeeier en rettskraftig avgjørelse av løsningsrettsspørsmålet, må han gå til ordinært søksmål ved de alminnelige domstoler. Innsigelse mot løsningsretten kan imidlertid

⁶² Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) s 139

⁶³ Krohn (2000) s 52, Woxholth (2003) s 29-30

fremsettes overfor skjønnsretten, hvis det samtidig er reist innsigelse mot størrelsen på løsningssummen. I dette tilfellet må skjønnsretten først ta stilling til innsigelsen mot løsningsretten. Dette gir imidlertid ingen rettskraftig avgjørelse, og avverger ikke at innløser overtar aksjene.⁶⁴

4.2.3 Tilbudets innhold

Tilbudet må for det første inneholde en tilbudssum, aksjonærene skal ta stilling til, jf asl § 4-26/ asal § 4-25 (3). Tilbudet må også inneholde en frist for betaling, selv om dette ikke står i lovteksten.

Dersom innløser har fulgt de formelle vilkårene ved fremsettelse av tilbudet, skal aksjeeier gjøres oppmerksom på fristen til å komme med innsigelser mot løsningssummen og følgen av å overskride den, jf asl § 4-26/ asal § 4-25 (3) siste punktum. Bestemmelsen sier ingenting om fristens totale lengde, men den kan ifølge ordlyden ”ikke settes kortere enn to måneder fra den elektroniske kunngjøringen”, jf asl § 4-26/ asal § 4-25 (3) fjerde punktum. Fristen er satt av hensyn til at minoriteten, slik at de faktisk har tid til å ta stilling til den tilbudte løsningssummen.

Bestemmelsen setter ingen krav til tilbudssummens størrelse, jf asl § 4-26/ asal § 4-25. Lovens forarbeider tilsier imidlertid at minoritetsaksjonær har krav på ”fair behandling”.⁶⁵ Kravet til ”fair behandling” må gjelde så lenge minoritetsaksjonær eier aksjer i objektselskapet. Det taler for at det også må gjelde ved fremsettelse av tilbudssummen etter asl § 4-26/ asal § 4-25 (3) førte punktum. I følge lovens forarbeider ivaretar bestemmelsen om passivitet hensynet til minoritetsaksjonæren på en forsvarlig måte.⁶⁶ For det første stilles det krav til underretning om eventuelle virkninger av at fristen oversittes, jf asl § 4-26/ asal § 4-25 (3) femte punktum.

⁶⁴ Krohn (2000) s 51

⁶⁵ Innstilling om lov om aksjeselskaper av 1970 s 184

⁶⁶ Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) s 139

Videre kan minoritetsaksjonær reise sak etter avtalelovens § 36 på hovedaksjonærens kostnad, jf asl § 4-26/ asal § 4-25 (4). Om revisjonsadgang se punkt 4.6.

Loven inneholder ingen krav til begrunnelse eller dokumentasjon av den tilbudte løsningssummen. En begrunnelse ville gjøre det lettere for minoriteten å vurdere tilbudet, og effektivisere tidsbruken ved tvangsinnløsningen. Hovedaksjonærens ressursbruk ved tilleggsarbeidet må veies mot minoritetens ressursbruk ved selv å måtte ta stilling til løsningssummen. Majoriteten har vanligvis bedre forutsetninger for å vurdere løsningssummen. Et krav om begrunnelse kunne også oppfordre majoritetsaksjonær til å gi en passende tilbudssum, slik at man befant seg enda nærmere kravet til ”fair behandling” ved fremsettelse av tilbudet. Lovens manglende krav til tilbudssummen, hensynet til ”fair behandling” av minoriteten og hensynet til en effektiv tvangsinnløsning taler derfor i retning av at det burde være et krav om å begrunnelse eller dokumentering av tilbudssummen.

4.2.4 Har minoritetsaksjonær krav på tilbud om løsningssum når den selv krever innløsning

Et spørsmålet er om minoritetsaksjonær skal ha krav på tilbud om løsningssum i en situasjon der den selv krever innløsning etter asl § 4-26/ asal § 4-25 (1) annet punktum. Asl § 4-26/ asal § 4-25 (3)-(5) er i utgangspunktet utformet med hensyn til innløsningskrav fra majoritetsaksjonær. Etter ordlyden i asl § 4-26/ asal § 4-25 (3) første punktum skal morselskapet gi ”aksjeeierne” et tilbud om løsningssum. Ordlyden ”aksjeeierne” kunne tilsynelatende tale for at samtlige minoritetsaksjonærer også i denne situasjonen skulle få tilbud om løsningssum. Krohn hevder imidlertid: ”at det er en vesensforskjell i fremsettelse fra flertallsaksjonær og fremsettelse fra mindretallsaksjonær med hensyn til i hvem sin interesse tilbudet er fremsatt.”⁶⁷ Tilbud om løsningssum er en beskyttelse for de minoritetsaksjonærene som mot sin vilje må selge aksjene sine. På den andre siden har majoritetsaksjonær bedre forutsetninger for å beregne løsningssummen. Det vil også kunne ha betydning for den videre forhandlingen og eventuelle

⁶⁷ Krohn (2000) s 54-55

saksomkostninger. Dette taler for at minoriteten også kan ha interesse av et tilbud om løsningssum der den selv krever innløsning.

Dersom det skal fremsettes tilbud om løsningssum ved krav om tvangsinnløsning fra minoritetsaksjonær, er det imidlertid bare snakk om et tilbud til den minoritetsaksjonæren som krever innløsningen.⁶⁸ Majoritetsaksjonær har derfor ikke plikt til å gi alle minoritetsaksjeeierne et tilbud. Dersom partene har forhandlet frem en pris i tiden før fremsettelse av innløsningskravet, er det imidlertid ikke noe mening i å fremsette en løsningssum.

Dersom minoritetsaksjonær har krav på tilbud om løsningssum, der den selv krever innløsning, er det imidlertid viktig å poengtere at lovens passivitetsregler ikke får anvendelse.

4.2.5 Aksept eller avslag av løsningstilbudet

Innløste aksjeeier har mulighet til å akseptere eller avslå det fremsatte tilbudet om løsningssum, jf asl § 4-26/ asal § 4-25 (3) annet punktum. Aksjeeieren kan som nevnt bli bundet ved passivitet. Aksept kan derfor både gis uttrykkelig eller ved passivitet. Dersom minoritetsaksjeeier imidlertid ønsker å avslå løsningstilbudet, må dette gjøres uttrykkelig. Spørsmålet er hva som skal til for at minoriteten skal ansees for å ha avslått den tilbudte løsningssum.

Lovteksten setter ingen krav til avslagets form eller innhold. Vurderingen må derfor gjøres etter alminnelige regler om avtaletolkning.⁶⁹ Innløste aksjeeier vil kunne oppfatte selve tvangsinnløsningen som urettferdig eller respektløst. Det kan derfor være vanskelig å vurdere om klaging relaterer seg til selve tvangsinnløsningen eller løsningstilbudet. Klaging over løsningssummens størrelse kan ikke uten videre ansees som ”avslag”. Klagen må fremkomme som et rettslig standpunkt. Rene meningsytringer vil ikke være tilstrekkelig. På den andre siden gir lovteksten også anledning til å komme med ”innsigelser” mot den tilbudte løsningssummen, jf asl § 4-26/ asal § 4-25 (3). Dette taler i retning av å legge terskelen noe lavere. At

⁶⁸ Andenæs (2006) s 248, Aarbakke m fl (2004) s 305-306

⁶⁹ Se Hov (2002)

bestemmelsen i tillegg åpner for passivitetsvirkninger dersom man ikke kommer med innsigelser taler i samme retning. Krohn uttrykker: ”Beklagelse over løsningssummens størrelse eller over manglede dokumentasjon, må derimot normalt være tilstrekkelig, med mindre det samtidig klart fremgår at tilbudet aksepteres.”⁷⁰

Innløste aksjonær vil med fare for passivitetsvirkningen, være interessert i å sikre seg dokumenterbare bevis for at det faktisk er framsatt en innsigelse.

4.3 Tilbudsplikt etter verdipapirhandelloven

4.3.1 Innledning

I en oppkjøpssituasjon, som har utløst tilbudsplikt etter lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven) 29. juni 2007 nr. 75, er tvangsinnløsning ofte siste post. Etter innføringen av regelen i verdipapirhandelloven (vphl) § 6-22 om tvungen overføring av aksjer i forbindelse med tilbudsplikt og frivillig tilbud, krever temaet en nærmere behandling. Lovendringene er foretatt med hensyn til en inkorporering av EUs takeover-direktiv som ble vedtatt i 2004.

4.3.2 Tilbudsplikt

Den som gjennom erverv blir eier av aksjer som representerer mer enn 1/3 av stemmene i et norsk selskap hvis aksjer er notert på et norsk regulert marked, plikter å gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet, jf vphl § 6-1 (1). Tilbudet skal omfatte alle selskapets aksjer, jf vphl § 6-10 (2). Loven hensyntar med dette likhetsgrunnsetningen.

I den nye loven av 2007 ble grensen for når tilbudsplikt utløses flyttet fra 40 prosent til 1/3 av aksjene. Grenseendringen er gjennomført for å harmonisere bedre med de øvrige Nordiske

⁷⁰ Krohn (2000) s 52

landene og Storbritannia.⁷¹ Grensen for pliktig tilbudsplikt er ment å ligge der man antar at oppkjøper faktisk får kontrollen over objektselskapet.⁷² Dette må sees i sammenheng med et normalt fremmøte på generalforsamlingen.⁷³ Ved fastsettelse av grensen for tilbudsplikt, må hensynet til likebehandling av minoritetsaksjeeierne veies opp mot hensynet til hovedaksjonærens mulighet til å foreta oppkjøp og omstillinger.⁷⁴

Hensynet bak verdipapirhandellovens regler om tilbudsplikt er å beskytte minoritetsaksjonærene slik at de gis en særlig muligheten til å selge sine aksjer når kontrollen i selskapet endres.⁷⁵ Store kontrollerende aksjeposter fører med seg innflytelse i aksjeselskapet. Desto større kontroll majoritetsaksjonær har, desto mer ønskelig kan det være for minoritetsaksjonær å komme seg ut av selskapet. Aksjeeierne skal sikres en del av den kontrollpremien tilbyder har betalt for sin posisjon i objektselskapet.⁷⁶

Kontrollskifte kan føre til en svekkelse av interessen for minoritetens aksjer. Dette kan føre til dårlig likviditet, som igjen kan medføre en lavere aksjekurs. Etter vphl § 6-10 (4) første punktum skal tilbudsprisen være minst like høy som det høyeste vederlaget tilbyderen har betalt eller avtalt i perioden 6 måneder før tilbudsplikten inntrådte. Reglene om tilbudsplikt sikrer derfor at minoritetsaksjeeierne kan selge sine aksjer til en minstepris under samme betingelser som før kontrollskiftet.

⁷¹ NOU 2005:17 s 29-30

⁷² NOU 2005:17 s 28

⁷³ Perland (2006) s 98

⁷⁴ Perland (2006) s 98

⁷⁵ NOU 2005:17 s 30

⁷⁶ NOU 2005:17 s 30

4.3.3 Tilbudsplikt i en tvangsinnløsningssituasjon

4.3.3.1 Innledning

For å gjennomføre en tvangsinnløsning etter bestemmelsen i asal § 4-25 må kravet om eier- og stemmerettsandel være oppfylt. Tilbyder kan i en oppkjøpssituasjon erverve mer enn ni tideler av aksjene i objektselskapet, og derved oppfylle kravet til kapital og stemmerettsandel i asal § 4-25 (1). Ved en tvangsinnløsning i forbindelse med tilbudsplikt og frivillig tilbud etter verdipapirhandelloven kapittel 6 gjelder særlige regler i vphl § 6-22, jf asal § 4-25 (7).

I vphl § 6-22 (1) er det fastsatt en rett til å kreve tvungen overføring (tvangsinnløsning) dersom ”tilbyder etter fremsettelse av pliktig eller frivillig tilbud etter § 6-19 erverver mer enn ni tideler av de stemmeberettigede aksjene i målselskapet og en tilsvarende del av de stemmer som kan avgis på generalforsamlingen.” Formuleringen av det kumulative kravet i vphl § 6-22 (1) innebærer en viss nyanseforskjell fra ordlyden i asal § 4-25 (1). I det følgende skal jeg ta for meg tvangsinnløsning ved erverv gjennom frivillig og pliktig tilbud i nevnte rekkefølge.

4.3.3.2 Frivillig tilbud

Har tilbyder etter fremsettelse av frivillig tilbud, etter vphl § 6-19, ervervet mer enn ni tideler av de stemmeberettigede aksjene i målselskapet og tilsvarende stemmer på generalforsamlingen, kan tilbyder gjennomføre tvungen overføring uten at det er fremsatt pliktig tilbud, jf vphl § 6-22 (1). Et frivillig tilbud etter vphl § 6-19 vil si et tilbud som, dersom det aksepteres av de som kan benytte det, fører til at grensen for tilbudsplikt på en tredjedel passerer.⁷⁷ Grensen for tilbudsplikt kan også passerer der det fremsettes et frivillig tilbud etter alminnelig språklig forståelse, men ikke etter vphl § 6-19. Eksempel kan dette skje ved arv, gave eller vanlig kjøp uten at det er framsatt frivillig tilbud etter vphl § 6-19. Dette er imidlertid ikke omfattet av regelen i vphl § 6-22 (1).

⁷⁷ NOU 2005:17 s 63

Har tilbyder oppnådd eierandeler som nevnt gjennom frivillig tilbud etter vphl § 6-19 kan tilbyder gjennomføre tvangsinnløsning dersom nærmere vilkår er tilstede, jf vphl § 6-22 (3). For å gjennomføre tvangsinnløsning, uten først å fremsette pliktig tilbud, må for det første tvungen overføring iverksettes senest fire uker etter at ervervet av aksjer ved frivillig tilbud er gjennomført, jf vphl § 6-22 (3) nr. 1. Det kreves med andre ord en viss nærhet i tid. For det andre må løsningssummen tilsvare minst det laveste beløpet tilbudsprisen ville ha vært ved pliktig tilbud, jf vphl § 6-22 (3) nr. 2. Det følger av vphl § 6-10 (4) at tilbudsprisen skal være minst like høy som det høyeste vederlaget tilbyder har betalt eller avtalt i perioden 6 måneder før tilbudsplikten inntrådte. Denne forutsetningen oppfyller også kravet til ”fair price” i takoverdirektivet.⁷⁸ For det tredje stilles det krav om tilsvarende garanti som ved fastsettelse av pliktig tilbud etter § 6-10 (7), jf vphl § 6-22 (3) nr. 3. Vilkårene forutsetter bruk av verdipapirhandellovens regler om beløpsfastsettelse og garantifastsettelse for at tvangsinnløsning skal kunne gjennomføres uten fremsettelse av pliktig tilbud. I følge forarbeidet gir reglene om garanti i forbindelse med tilbudsplikt i verdipapirhandelloven bedre beskyttelse enn ordningen med innskudd på særskilt konto i asal § 4-25 (5) annet punktum.⁷⁹ Minoritetens behov for investorbeskyttelse blir derfor ivaretatt. Asal § 4-25 (5) om sikkerhetsstillelse gjelder ikke i den utstrekning det er stilt garanti etter vphl § 6-10 (7), jf vphl § 6-22 (3) annet punktum. Om sikkerhetsstillelse etter asl § 4-26/ asal § 4-25 (5), se punkt 4.4.

Dersom de tre kumulative vilkårene i vphl § 6-22 (3) er oppfylt, kan tilbyder gjennomføre tvungen overføring uten at det er fremsatt et pliktig tilbud. Tidligere kunne ikke reglene om frivillig tilbud fritte for tilbudsplikt.⁸⁰ Lovendringen bidrar til å forenkle grenseoverskridende overtakelsestilbud, samtidig som det skal sikre likebehandling av aksjonærene i objektselskapet, markedets integritet og selskapets drift under oppkjøpsprosessen.

⁷⁸ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s 403

⁷⁹ NOU 2005:17 s 64

⁸⁰ NOU 2005:17 s 62

4.3.3.3 Pliktig tilbud

Har tilbyder ved pliktig tilbud, jf vphl § 6-1, ervervet mer enn ni tideler av de stemmeberettigede aksjene i målselskapet og tilsvarende stemmer som kan avgis på generalforsamlingen, har tilbyder en rett til å kreve tvangsinnløsning, jf vphl § 6-22 (1). Ved framsettelse av et pliktig tilbud skal det angis en frist for aksjeeier til å akseptere tilbudet, jf vphl § 6-11 (1) første punktum. Fristen kan ikke være kortere enn fire uker eller lengre enn seks uker, jf vphl § 6-11 (1) annet punktum. Tidligere kunne tvangsinnløsning først gjennomføres etter at tilbudsperioden for det pliktige tilbudet var utløpt. Oslo Børs har imidlertid i den senere praksis lagt til grunn at tvangsinnløsning vil kunne besluttes og gjennomføres umiddelbart etter fremsettelse av pliktig tilbud.⁸¹ Dagens bestemmelsen er en samordning av tvangsinnløsningsbestemmelsen i asal § 4-25 og børsens praksis.

Vphl § 6-8 (5) regulerer situasjonen inntil pliktig tilbud fremsettes eller salg er gjennomført. For den delen av aksjene som overstiger tilbudspliktsgrensen, kan det ikke utøves andre rettigheter i selskapet enn retten til å heve utbytte for aksjene og til å utøve fortrinnsrett ved kapitalforhøyelse, jf vphl § 6-8 (5). En naturlig tolkning av ordlyden peker i retning av at stemmeretten til de øvrige to tredjedelene av aksjene i objektselskapet er suspendert i perioden før pliktig tilbud er fremsatt. Dette betyr at tilbyder ikke har tilstrekkelig stemmerettsandel til å kunne kreve innløsning etter asal § 4-25 (1). Ordlyden taler i retning av at innløsning ikke kan gjennomføres før pliktig tilbud er fremsatt. En slik tolkning av bestemmelsen strider med den nye bestemmelsen i vphl § 6-22 (1). Det kan imidlertid antas at løsningsretten ikke er en rettighet ”i selskapet”. Retten til å tvangsinnløse er vel nærmere en rettighet ovenfor medaksjonærene.⁸² Tolkningen peker i retning av at stemmeretten ikke suspenderes i tilfellet et krav om tvangsinnløsning fremsettes. Denne tolkningen stemmer best overens med bestemmelsen i vphl § 6-22 (1).

⁸¹ NOU 2005:17 s 62

⁸² Krohn (2000) s 41, Andenæs (2006) s 242

Det følger av vphl § 6-22 (2) at dersom tvungen overføring av aksjer finner sted innen tre måneder etter utløpet av tilbudsfristen etter § 6-11, skal tilbudsprisen legges til grunn ved fastsettelse av løsningssummen, hvis ikke særlige grunner tilsier en annen pris. Bestemmelsen som bygger på takeover-direktivet, legger vekt på at innløsningssummen skal reflektere en pris som større deler av markedet har akseptert. Bestemmelsen er en presumsjonsregel, jf ordlyden ”hvis ikke særlige grunner tilsier en annen pris”.⁸³ Det uttales i forarbeidene at slike ”særlige grunner” kan være at det har ”...skjedd vesentlige endringer i perioden fra tilbudet ble fremsatt til tvungen innløsning blir erklært.”⁸⁴

Bestemmelsen i vphl § 6-22 (2) er en spesialregel for selskaper notert på regulerte markeder. Dersom tilbyder ved pliktig tilbud erverver mer enn ni tideler av de stemmeberettigede aksjene i målselskapet og har en tilsvarende del av de stemmer som kan avgis på generalforsamlingen, må innløsningen finne sted innen tre måneder etter akseptperiodens utløp. Formålet er å sikre at de innløste minoritetsaksjonærene får en minstepris tilsvarende tilbudsprisen ved pliktig tilbud.⁸⁵ Den nye bestemmelsen gjør det mulig å gjennomføre oppkjøpsprosessen raskere og billigere. Dersom tvungen overføring av aksjer ikke finner sted innen tre måneder etter utløpet av tilbudsfristen i vphl § 6-11, må innløser følge reglene om tvangsinnløsning i asal § 4-25.

En interessant problemstilling er om presumsjonsregelen i vphl § 6-22 (2) svekker betydningen av Norway Seafoods-dommen (Rt 2003 317), slik at det vil få konsekvenser for rettsutviklingen knyttet til tvangsinnløsning utenfor oppkjøpssituasjonen. Kort fortalt slo Høyesterett fast at innløsningsbeløpet skal fastsettes etter ”aksjenes virkelige verdi” og ”skal beregnes med utgangspunkt i de underliggende verdier i selskapet basert på at samtlige aksjer av samme klasse har samme verdi”.⁸⁶ Høyesterett la mindre vekt på aksjenes omsetningsverdi (børskurs). I dommen sto vi imidlertid ikke ovenfor en tvangsinnløsning rett etter en oppkjøpssituasjon, slik

⁸³ Perland (2006) s 105

⁸⁴ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s 403

⁸⁵ NOU 2005:17 s 30

⁸⁶ Rt 2003 713 (74)

tilfellet er i vphl § 6-22. Bestemmelsen i vphl § 6-22 (2) kan sammenlignes med en ”take-over”-situasjon. I en ”take-over”- situasjon foreligger tvangsinnløsningen direkte etter at man har oppnådd kravet til kapital og stemmerettsandel. Her vil markedsprisen ofte bedre reflektere selskapets underliggende verdier.⁸⁷ Bestemmeslen i vphl § 6-10 (4) om at tilbudsprisen skal være minst like høy som tilbyder har betalt eller avtalt i perioden på seks måneder før tilbudsplikten inntrådte vil derfor gi en riktig pris i dette tilfellet. Tilfellet i Norway Seafoods-saken lignet mer på en ”squeeze-out”- situasjon. I en ”squeeze-out”- situasjon har vilkårene for å kreve tvangsinnløsning foreligget lenge. En eventuell kontrollpremie hovedaksjonæren i Norway Seafoods-saken hadde tilegnet seg ved oppkjøpet, kunne ikke gjenspeiles i aksjenes markedsverdi, fordi tvangsinnløsningssituasjon hadde foreligget lenge før den faktisk ble gjennomført.⁸⁸ Det er derfor ikke nødvendig å anta at innføring av presumsjonsregelen i vphl § 6-22 (2) får konsekvenser for tvangsinnløsningen generelt. Dersom tvangsinnløser oversitter fristen i vphl § 6-22 (2) vil verdsettelsesprinsippene etter Norway Seafoods-dommen fortsatt gjelde. I Gulating Lagmannsrett overskjønn, ble det allikevel uttalt: ”Bestemmelsen kommer ikke direkte til anvendelse for tvangsinnløsning etter allmennaksjeloven § 4-25, men må likevel forstås slik at den innebærer en viss oppgradering av markedskurs som et sjekkpunkt mot andre verdsettelsesmetoder.”⁸⁹

Tidligere har man antatt at regelen om tilbudsplikt etter verdipapirhandelloven stiller mindretallet bedre enn regelen om innløsning etter asal § 4-25.⁹⁰ Ifølge forarbeidet vil den nye bestemmelsen i vphl § 6-22 gi noe klarere forutberegnelighet for aksjeeierne og således redusere behovet for omstendelige skjønnsprosedyre.⁹¹ Innløste aksjonærer får samme beskyttelse som ved fremsettelse av pliktig tilbud, jf vphl § 6-10 (4). De senere års skjønnspraksis har imidlertid vist at innløsningsprisen ofte settes høyere enn den tilbudte prisen etter asal § 4-25 (3). Det kan

⁸⁷ Se Høyesteretts sontring mellom ”take-over” og ”squeeze-out” i Rt 2003 713 (67)

⁸⁸ Perland (2006) s 10

⁸⁹ LG-2009-141977

⁹⁰ NOU 1996:2 s 128

⁹¹ Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s 403

derfor stilles spørsmål ved om den nye løsningen i vphl § 6-22 prioriterer forutberegnelighet framfor minoritetsaksjonærens økonomiske interesser.⁹² Den nye regelen har gjort det vanskelig for minoriteten å oppnå en annen skjønnspris en tilbudsprisen. Minoritetsaksjonær har derfor mistet noe av muligheten til å velge mellom de økonomiske vilkår tilbudsplikten tar sikte på å sikre, eller å ta sjansen på en usikker verdsettelse ved skjønn.

4.4 Sikkerhetsstillelse

4.4.1 Innledning

Minoritetenes aksjer anses ervervet av majoritetsaksjonær allerede når styret har besluttet å overta aksjene, og ervervet skal innføres i aksjeeierboken/ aksjeeierregisteret, jf asl § 4-26/ asal § 4-25 (5) første punktum. Fra det samme tidspunktet skal minoritetsaksjonærene ikke lenger anses som aksjeeiere. Bestemmelsen i asl § 4-26/ asal § 4-25 (5) første punktum regulerer overgangen av aksjenes eiendomsrett. Dette gjelder både i forhold til aksjonærrettighetene i asl/ asal § 4-2 (1) første punktum, og den tingsrettslige eiendomsretten. Fra og med registreringen har de innløste aksjeeierne et enkelt pengekrav mot innløser tilsvarende løsningssummen.

Samtidig skal majoritetsaksjonæren innbetale det samlede tilbudsbeløpet på særskilt konto, asl § 4-26/ asal § 4-25 (5) annet punktum. Tilbudsbeløpet skal betales inn på en særskilt konto i en bank som kan drive virksomhet her i riket, jf asl § 4-26/ asal § 4-25 (5) annet punktum. Banken kan være en norsk forretnings- eller sparebank, eller utenlandsk bankfilial med tillatelse til å drive virksomhet i Norge. Innløser betaler et samlet beløp for alle minoritetsaksjonærene, på en felles konto.

Formålet med bestemmelsen er at kontoen skal virke som en sikkerhet for at aksjeeierne faktisk får betaling for aksjene sine. Uten en slik sikkerhetsstillelse ville minoritetsaksjonær blitt sittende med et usikret pengekrav mot innløser. Han ville da vært helt avhengig av hovedaksjonærens anledning til å gjøre opp for seg.

⁹² Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) s 405

Bestemmelsen i asl § 4-26/ asal § 4-25 (5) første og annet punktum må leses i sammenheng, jf ordlyden ”samtidig” i annet punktum. Ordlyden taler for at sikkerhetsbeløpet må være innbetalt på konto fra det tidspunktet morselskapet registreres som eier av aksjene. Dette bekreftes i lovens forarbeider.⁹³ Generelle ytelse mot ytelse betraktninger taler i samme retning. Krohn uttrykker: ”Når det kreves at sikkerhet skal stilles samtidig med innføringen i aksjeeierbok/ aksjeeierregister, må det forstås dit hen at det er et gyldighets- og registreringsvilkår at den foreligger.”⁹⁴

4.4.2 Har minoritetsaksjonær krav på sikkerhetsstillelse når den selv krever innløsning

Et spørsmålet er om minoritetsaksjonær har krav på sikkerhetsstillelse i en situasjon hvor den selv krever innløsning. Ordlyden i asl § 4-26/ asal § 4-25 (5) første punktum forutsetter at morselskapet har besluttet innløsningen. Bestemmelsens annet punktum skal som nevnt leses sammen med første punktum. Ordlyden taler derfor for at sikkerhetsbestemmelsen bare gjelder i tilfellet hovedaksjonær krever tvangsinnløsning. Bestemmelsen er utformet med hensyn til beskyttelse av minoritetsaksjonær ved tvangsinnløsning fra majoritetsaksjonær. Det foreligger ingen holdepunkter for at majoritetsaksjonær plikter å stille sikkerhet ved tvangsinnløsning fra minoritetsaksjonær.

4.4.3 Hva slags type sikkerhet

Lovens ordlyd sier ingenting om hva slags type sikkerhet vi står ovenfor, jf asl § 4-26/ asal § 4-25 (5) annet punktum. I lovens forarbeider er det imidlertid uttalt: ”Så lenge denne omgjøringen skjer automatisk etter krav fra morselskapet, mener departementet at det er rimelig at de tidligere aksjeeierne gis en separatistrett i forhold til andre kreditorer i det minste til et beløp som tilsvarer tilbudssummen.”⁹⁵ Det følger av forarbeidet at lovgiver har ment å gi de innløste

⁹³ Ot.prp. nr. 36 (1993-1994) s 189-190

⁹⁴ Krohn (2000) s 58

⁹⁵ Ot.prp. nr. 36 (1993-1994) s 189-190

minoritetsaksjonærene en separatistrett i kontoen. I tilfellet av en konkurs er beløpet reservert de innløste minoritetsaksjonærene. Det er normalt ikke tilstrekkelig, for å få en separatistrett, at skyldner avsetter penger på særskilt konto eller at kontoen lyder på fordringshaver.

Bestemmelsen er derfor en særskilt hjemmel for separatistrett.

4.4.4 Sikkerhetsbeløpets størrelse

I følge asl § 4-26/ asal § 4-25 (5) annet punktum stilles det krav om at sikkerhetsbeløpet skal være likt tilbudsbeløpet. Bestemmelsen inneholder som nevnt ingen bestemmelse rundt fastsettelse av tilbudssummen. Bestemmelsen inneholder derfor ingen anvisning vedrørende fastsettelse av sikkerhetsbeløpet.

Det er innløsende majoritetsaksjonær som fastsetter tilbudsbeløpet, jf asl § 4-26/ asal § 4-25 (3) første punktum. Dette betyr at majoritetsaksjonær også avgjør sikkerhetsbeløpets størrelse. Dersom majoritetsaksjonær setter tilbudte løsningssum lavere enn nødvendig, og man senere gjennom forlik eller skjønnsfastsettelse kommer frem til et høyere innløsningsbeløp, er det fortsatt bare den tilbudte løsningssum det stilles sikkerhet for, jf asl § 4-26/ asal § 4-25 (5) annet punktum. Faren er at innløser kan bli fristet til å fremsette et skambud. Dette kan føre til at minoritetsaksjonærene ikke får den sikkerhet som svarer til verdien på de innløste aksjene. Innløser må dekke det overskytende beløpet på annen måte, men minoritetsaksjonærene har ingen beskyttelse for det manglende beløpet. Tvangsinnløste kan derfor blir satt i en utsatt stilling, med et delvis usikret krav mot innløser.

Den endelige løsningssummen blir ofte større fordi man må ta hensyn til påløpte renter og omkostninger under innløsningen. Etter asl § 4-26/ asal § 4-25 (5) annet punktum kreves det bare at sikkerhetsbeløpet skal være lik den tilbudte løsningssum. Ordlyden setter ikke krav om at innløser skal stille sikkerhet for eventuelle renter og påløpte omkostninger. Krohn uttaler imidlertid: "...viser sikkerhetsbeløpet seg å være større enn nødvendig til å dekning av endelig løsningssum, må disse krav også være sikret, jfr panteloven § 1-5."⁹⁶

⁹⁶ Krohn (2000) s 48

I Svensk rett krever ufrivillig eierskifte en rettskraftig domsavgjørelse. Tvist om løsningsretten avgjøres særskilt forut for fastsettelse av løsningssummen. Dersom innløser gis medhold, fastsettes også sikkerhetsbeløpet til dekning av løsningssum pluss renter. I Norsk rett kan mindretallet kreve skjønn i tilfellet de er misfornøyd med løsningssummen, jf asl § 4-26/ asal § 4-25 (2) første punktum. Skjønnsretten gir dem imidlertid ikke noe høyere sikkerhetsbeløp. Bestemmelsen har derfor fått noe kritikk.⁹⁷

4.5 Skjønnsfastsettelse i mangel av minnelig overenskomst

4.5.1 Innledning

Løsningssummen fastsettes i mangel av minnelig overenskomst eller aksept av tilbud etter tredje ledd tredje punktum, ved skjønn, jf asl § 4-26/ asal § 4-25 (2) første punktum. Det er full anledning til å avtale en annen løsningssum enn det som følger av det fremsatte tilbudet etter asl § 4-26/ asal § 4-25 (3) første punktum. Skjønnets oppgave er å avgjøre løsningssummen der partene ikke kommer til enighet.

Tvist om selve grunnlaget for å kreve tvangsinnløsning kan avgjøres av skjønnsretten før den skal avgjøre løsningssummens størrelse. Dersom retten også tar stilling til selve retten til å innløse, er avgjørelsen om dette imidlertid ikke rettskraftig.⁹⁸

Om skjønnet gjelder lov om skjønn og ekspropriasjonssaker 1. juni 1917 nr.1 (skjønnsprosessloven). De alminnelige reglene i skjønnsprosessloven (skjl) gjelder med de særregler vi har i asl § 4-26/ asal § 4-25.

⁹⁷ Krohn (2003) Minority squeeze-outs and the European Convention on Human Rights

⁹⁸ Krohn (2000) s 147-148

4.5.2 Hvem bærer rettens omkostninger

Hovedregelen er at kostnadene ved skjønnsforretningen bæres av majoritetsaksjonær, jf asl § 4-26/ asal § 4-25 (2) første punktum. Dette gjelder som utgangspunkt både der innløsning kreves av majoritetsaksjonær og minoritetsaksjonær.

Det foreligger imidlertid et unntak. Når særlige grunner taler for det, kan det bestemmes at utgiftene helt eller delvis skal dekkes av den annen part, jf asl § 4-26/ asal § 4-25 (2) annet punktum. Bestemmelsen gir skjønnsretten kompetanse til å pålegge de innløste minoritetsaksjonærene å betale skjønnsomkostningene dersom særlige grunner foreligger. Ifølge forarbeidet bør skjønnsretten ha adgang til å pålegge minoritetsaksjeeierne å dekke utgiftene helt eller delvis.⁹⁹ Eksempel på slike ”særlige grunner” finner vi i skjønnsloven § 42 (2). Retten kan gjøre unntak der den som utsettes for inngrepet har avslått et rimelig forlikstilbud eller begjært skjønn uten rimelig grunn. Etter innføring av den nye regelen i vphl § 6-22, vil en særlig grunn også kunne være det forhold at man nekter å akseptere en kurs tilsvarende tilbudsprisen man er sikret gjennom vphl § 6-10 (4).¹⁰⁰

Selv om unntaket ofte blir påberopt, brukes det sjeldent.¹⁰¹ Innløsende hovedaksjonær har ofte bedre grunnlag for å ta stilling til verdsettelsen enn minoritetsaksjonæren. Dette taler for at det skal en del til for å være i unntaket. Ifølge Krohn må nok de innløste aksjonærenes opptreden ”ha preg av misbruk” for at unntaket skal brukes.¹⁰²

Hovedregelen om at majoritetsaksjonær skal dekke kostnaden ved skjønnsfastsettelsen er en del av minoritetsvernet. Faren ved å ikke ha en slik hovedregel er at det ville kunne skape et gratispassasjerproblem.¹⁰³ Gratispassasjerproblemet går ut på at den enkelte minoritet ofte eier

⁹⁹ Ot.prp. nr. 19 (1974-1975) s 207

¹⁰⁰ NOU 2005:17 s 64

¹⁰¹ Krosvik (2005) s 135

¹⁰² Krohn (2000) s 152

¹⁰³ Krosvik (2005) s 132

en så lite selskapsandel, at kostnadene ved forberedelse og en eventuell skjønnssak, ikke kan sammenlignes med den potensielle gevinsten. Dette kan gi innløste et insentiv til å avvente at eventuelt andre minoritetsaksjeeiere går til skjønnssak.

Mindretallets gunstige omkostningsregler gjelder ikke ved voldgift. De innløste må derfor ta forhåndsregler/ beskytte seg ved inngåelse av en voldgiftsavtalen.

4.5.3 Vernetings

Skjønnsforretning holdes i den rettskrets selskapet har sitt forretningskontor, jf asl § 4-26/ asal § 4-25 (2) tredje punktum. ”Selskapet” er å forstå som objektselskapet. Dette er et avvik fra skjl § 6 (3). Lovgiver fant et behov for felles vernetings ved innløsning av flere minoritetsaksjeeiere med forskjellige hjemting.¹⁰⁴ Bestemmelsen gjelder også i tilfellet mindretallet begjærer skjønn.

4.6 Revisjonsadgang

4.6.1 Innledning

Formålet med passivitetsbestemmelsen i asl § 4-26/ asal § 4-25 (3) annet og tredje punktum, er å reduserer antallet skjønnssaker til de tilfellene hvor det faktisk er uoverensstemmelser. Faren med passivitetsbestemmelsen er imidlertid at minoritetsaksjonær kan risikere å bli bundet av et skambud. For å unngå slike uheldige virkninger har lovgiver gitt innløste, bundet ved passivitet, en revisjonsadgang i medhold av avtaleloven (avtl) § 36.¹⁰⁵ Bestemmelsen er en slags sikkerhetsventil. De innløste minoritetsaksjeeierne har fått en rett til å overprøve avtale om løsningssummen, forutsatt at selskapet har gitt et generelt tilbud og gått frem etter den formelle fremgangsmåten i asl § 4-26/ asal § 4-25 (3) annet og tredje punktum. Bestemmelsen ivaretar

¹⁰⁴ NOU 1992:29 s 103

¹⁰⁵ Ot.prp. nr. 36 (1993-1994) s 189

hensynet til minoritetsaksjeeierne ved siden av kravet til underretning av aksjeeierne i asl § 4-26/ asal § 4-25 (3).¹⁰⁶

4.6.2 Revisjon etter avtl § 36

Etter ordlyden i asl § 4-26/ asal § 4-25 (4) første punktum kan retten ”sette avtalen til side”. En naturlig tolkning av ordlyden er at retten kan velge mellom å opprettholde løsningssummen eller sette den til side. I følge avtl § 36 (1) første punktum kan en avtale ”helt eller delvis settes til side eller endres”. Retten må derfor også kunne fastsette en ny løsningssum.

Et spørsmål er om retten kan velge å sette tilbudt løsningssum til side for så å kreve nytt tilbud fra hovedaksjonær. Dette kan man normalt gjøre etter avtl § 36. Denne løsningen er imidlertid mer omfattende og tidkrevende enn at retten selv setter ny innløsningssum. Det vil derfor ikke være mulig for retten å kreve nytt tilbud fra hovedaksjonær.

Spørsmålet er hvor stort misforholdet må være mellom tilbudt løsningssum og aksjenes faktiske verdi, for at retten skal foreta en revisjon etter asl § 4-26/ asal § 4-25 (4) første punktum. I utkastet til asl § 4-20 ble det foreslått et krav om ”...åpenbart misforhold...”.¹⁰⁷ Forslaget fikk kritikk, da ordlyden ”åpenbart” kunne virke for strengt. Dette kvalifikasjonskravet falt derfor bort i forarbeidene til dagens bestemmelse. I forarbeidene står det: ”Innebærer morselskapets tilbud at vederlaget blir satt urimelig lavt, har aksjeeieren med andre ord adgang til å reise sak om at avtalen skal settes til side.”¹⁰⁸ Det følger av forarbeidet at skjønnsretten ikke gjøre mer enn å hindre urimelighet. Dette stemmer også med ordlyden i avtl § 36 (1). En avtale kan endres dersom den vil ”virke urimelig”, jf avtl § 36.

Lovgivers utgangspunkt er at man skal kunne bli bundet av tilbudssummen ved å forholde seg passivt. Det påpekes i forarbeidene at de preklusive virkningene av å oversitte fristen etter tredje

¹⁰⁶ Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) s 139

¹⁰⁷ Ot.prp. nr. 36 (1993-1994) s 189

¹⁰⁸ Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) s 139

ledd, tredje punktum ville ha liten realitet dersom man åpnet for at avtalen kunne settes til side ved ethvert misforhold.¹⁰⁹ Dette taler for at avviket mellom tilbudte løsningssum og virkelig verdi bør være rimelig klart. På den andre siden har lovgiver uttrykkelig henvist til avtl § 36 i asl § 4-26/ asal § 4-25 (4) første punktum. Aksjeeier har også ellers mulighet til påberope seg avtaleloven § 36 eller andre ugyldighetsregler. Den direkte henvisningen i asl § 4-26/ asal § 4-25 (4) første punktum til avtl § 36 viser at lovgiver ønsker et særlig fokus. Dette kan tale for at terskelen er noe lavere.

Noe annet er hvor praktisk revisjonsadgangen etter asl § 4-26/ asal § 4-25 (4) egentlig er. Adgangen til å revidere må foreligge i tilfellet andre innløste aksjeeiere ved skjønn oppnår høyere løsningssum enn det minoritetsaksjonæren selv er tilbudt, jf asl § 4-26/ asal § 4-25 (2).¹¹⁰

Et vilkår for å anvende revisjonsbestemmelsen i asl § 4-26/ asal § 4-25 (4), er at minoritetsaksjonær er bundet ved passivitet. Bestemmelsen gjelder derfor ikke for dem som uttrykkelig har akseptert tilbudssummen. Den som uttrykkelig har akseptert tilbud om løsningssum, må angripe løsningssummen ved kontraktsrevisjon med ordinært søksmål mot innløser.

Bestemmelsen asl § 4-26/ asal § 4-25 (4) får ikke anvendelse der minoritetsaksjonær krever innløsning.

Etter lovendring 30. august 2002 nr. 67 er valget av prosessform åpent. Innløste aksjeeier kan derfor velge å reise ordinært søksmål eller kreve skjønn.

¹⁰⁹ Ot.prp. nr. 36 (1993-1994) s 189

¹¹⁰ Krohn (2000) s 53

5 VERDSETTELSE

5.1 Innledning

Løsningssummen fastsettes i mangel av minnelig avtale eller aksept av tilbud etter tredje ledd, ved skjønn, jf asl § 4-26/ asal § 4-25 (2) første punktum. Beregningen av løsningssummens størrelse er ikke angitt i asl § 4-26/ asal § 4-25. Spørsmålet må derfor løses på grunnlag av alminnelige regler. Høyesterett avsa 6. juni 2003 dom i Norway Seafoods ASA, Rt 2003 713. Dommen er den første og eneste saken om tvangsinnløsning av minoritetsaksjonærer Høyesterett har behandlet. Dommen er derfor en sentral rettskilde. Kort fortalt ønsket Aker RGI Holding AS, i regi av Kjell Inge Røkke, å kjøpe samtlige aksjer i Norway Seafoods AS. Aker RGI Holding AS besluttet å tvangsinnløse de aksjonærene som ikke hadde akseptert et tilbud om å kjøpe samtlige aksjer til 16 kr stykket. Før de begjærte skjønn etter asal § 4-25 skiftet Aker RGI Holding AS navn til Norway Seafood Holding ASA. Selv om overskjønnet ble opphevet og hjemvist til ny behandling i lagmannsretten, har dommen lagt klare føringer rundt verdsettelsesspørsmålet.

5.2 Verdsettelsestidspunkt

Valg av verdsettelsestidspunkt vil ha betydning for hvilken informasjon verdsettelsen kan bygge på. Loven gir ingen holdepunkter for verdsettelsestidspunktet. Lovens forarbeider inneholder tilsvarende begrenset informasjon.

I Høyesteretts dom Norway Seafoods ASA blir det imidlertid uttalt: ”Allmennaksjeloven § 4-25 femte ledd fastsetter at når morselskapet har besluttet tvangsinnløsning, skal det innføres som aksjonær i aksjeeierregisteret. Tilbudsbeløpet skal samtidig innbetales på en særskilt konto i en bank. Dette innebærer at minoritetsaksjonæren fra og med beslutningen om tvangsinnløsning

ikke lenger er aksjeeier i selskapet. En konsekvens av denne regelen må være at tvangsinnløseren fra dette tidspunktet fullt ut har risikoen for selskapets videre utvikling. Dette fører til at den aksjeverdi som skal erstattes, er aksjeverdien i tvangsinnløsningsøyeblikket.”¹¹¹

Det følger av Høyesteretts uttalelse at den aksjeverdi som skal erstattes, er aksjeverdien i tvangsinnløsningsøyeblikket. Prinsippet var imidlertid allerede etablert i skjønnspraksis før Høyesteretts avgjørelse. I en undersøkelse av verdsettelsestidspunktet i en rekke tvangsinnløsningssaker fra 1978 til 2003 har aksjene blitt verdsatt på tvangsinnløsningstidspunktet i ca tre av fire tilfeller.¹¹² Dommen stadfester derfor eksisterende praksis.

Tvangsinnløsningstidspunktet er det samme tidspunktet som hovedaksjonæren fastsetter tilbud om løsningssum etter asl § 4-26/ asal § 4-25 (3). Hovedaksjonær blir som Høyesterett uttaler, eier av aksjene ved beslutning om innløsning.¹¹³ Etter at dagens aksjelovgivning ble vedtatt, har det mest brukte tidspunktet for verdsettelse vært tidspunktet meldingen kom frem til minoritetsaksjonær, og ikke da beslutningen ble tatt.¹¹⁴ I tilfellet minoritetsaksjonæren krever tvangsinnløsning er tvangsinnløsningstidspunktet tidspunktet minoritetens innløsningskrav kommer frem til flertallet. Forskjellene her er imidlertid marginale.

5.3 Adgangen til å legge vekt på etterfølgende informasjon

Innløsningstidspunktet (verdsettelsestidspunktet) er som utgangspunkt skjæringstidspunkt for relevant informasjon.¹¹⁵ Verdsettelsestidspunktet stemmer imidlertid ofte dårlig med verdsetters faktiske vurderingstidspunkt. I en situasjon der partene ikke blir enige om løsningssummen, vil skjønnsrettens verdivurdering foregå på et senere tidspunkt enn verdsettelsestidspunktet. Det

¹¹¹ Rt 2003 713 (77)

¹¹² Krosvik (2005) s 129

¹¹³ Rt 2003 713 (77)

¹¹⁴ Krosvik (2005) s 129

¹¹⁵ Rt 2003 713 (77)

følger av ordlyden i asl § 4-26/ asal § 4-25 (3) fjerde punktum at det minst vil gå to måneder før vurderingstidspunktet vil foreligge. Det kan imidlertid ta opptil flere år før en skjønnsavgjørelse foreligger.

Ved verdsettelse av aksjer generelt vil forventninger til fremtidig utvikling være en viktig vurderingsfaktor. Verdsettelsen skal bygge på det beløp en tenkt kjøper med full informasjon om og forståelse av selskapets utsikter må ventes å være villig til å betale for selskapet på verdsettelsestidspunktet. På innløsningstidspunktet tar selskapets aksjeverdi derfor innover seg markedets forventning om senere inntjening. Dette er informasjon det er helt legitimt å legge vekt på.

På det senere tidspunktet hvor skjønnsretten faktisk skal verdsette aksjene (vurderingstidspunktet), vil man imidlertid kunne sitte på ny informasjon om hendelser som har skjedd i tiden etter innløsningstidspunktet. Disse hendelsene kan gi andre forventninger til aksjeverdien. Forventningene kan være av både positiv og negativ karakter. Uansett vil det kunne ha stor betydning for partene dersom det gis adgang til å vektlegge den etterfølgende informasjonen. Spørsmålet er i hvilken grad skjønnsretten har adgang til å legge vekt på slik etterfølgende informasjon på vurderingstidspunktet.

Lovens ordlyd og forarbeider sier ikke noe om verdsetters mulighet til å vektlegge etterfølgende informasjon, jf asl § 4-26/ asal § 4-25. Det er derfor opp til skjønnsretten å vurdere hvilke forhold som best belyser selskapets aksjeverdi.

Et problem ved å hensynta selskapets utvikling etter innløsningstidspunktet er at de innløste utsettes for selskapets økonomiske utvikling i et tidsrom hvor de selv ikke lenger har eierbeføyelser, jf asl § 4-26/ asal § 4-25 (5) første punktum.¹¹⁶ Eiendomsretten har gått over på majoritetsaksjonær i og med hovedaksjonærens beslutning om tvangsinnløsning. Hensyn til minoritetsaksjonær taler for at retten ikke skal kunne vektlegge etterfølgende forhold.

¹¹⁶ Rt 2003 713 (77)

Hensynet til forutsigbarhet tilsier at innløser ikke skal betale for noe annet enn det han mottok på innløsningstidspunktet. Dette taler også i retning av at skjønnsretten kun kan legge vekt på den informasjonen som forelå på innløsningstidspunktet.

I Norway Seafoods-dommen uttalte Høyesterett: ”Avgjørende for om det kan legges vekt på etterfølgende faktiske forhold ved fastsettelsen av verdien per innløsningstidspunktet, må være om dette er forenlig med forsvarlig skjønnsutøvelse.”¹¹⁷ Dommen fastsetter at det er en viss muligheten for å legge vekt på etterfølgende faktiske forhold.

I følge dommen vil forsvarligheten av å legge vekt på etterfølgende forhold kunne variere med metodevalg.¹¹⁸ I Norway Seafoods-saken ble verdsettelsen basert på avkastningsmetoden. Mer om metodevalg, se punkt 5.5. Avkastningsmetoden innebærer at retten tar utgangspunkt i framtidige forventede (usikre) kontantstrømmer for å finne frem til selskapets verdi på innløsningstidspunktet.¹¹⁹ På et senere vurderingstidspunkt vil kontantstrømmene kunne være kjente, slik at de kan sies å være sikre.¹²⁰ Ifølge Høyesterett vil etterfølgende transaksjoner kunne anvendes til en kontroll av om resultatet av skjønnnet er forsvarlig.¹²¹ Det må med andre ord være adgang til å hensynta etterfølgende forhold dersom de bevismessig er egnet til å kaste lys eller sannsynliggjøre aksjenes verdi på verdsettelsestidspunktet.¹²²

Høyesterett uttaler imidlertid: ”... terskelen for å sette til side nåverdiberegningen på et slikt grunnlag må likevel være høy. Blant annet er det viktig å være sikker på at slike etterfølgende

¹¹⁷ Rt 2003 713 (78)

¹¹⁸ Rt 2003 713 (78)

¹¹⁹ Rt 2003 713 (81) (84)

¹²⁰ Krohn (2000) s 63

¹²¹ Rt 2003 713 (83)

¹²² Woxholth (2003) s 34

transaksjoner har skjedd på armlengdes avstand.”¹²³ Transaksjonene må ha skjedd på ”armlengdes avstand” fordi muligheten til å nå et forsvarlig skjønnsresultat reduseres med tiden.¹²⁴

Dersom verdsetter skal ha adgang til å legge vekt på etterfølgende informasjon bør skjønnets i størst mulig grad baseres på faktiske opplysninger i stedet for teoretiske beregninger. Det er også en forutsetning at verdiene på transaksjonstidspunktet ikke er vesentlig påvirket av informasjon som var ukjent på verdsettelsestidspunktet.¹²⁵

I lagmannsrettens overskjønn LG-2009-141977 ble det uttalt: ”I 2010 vet man meget om hvordan risikoen utviklet seg. Det utviklet seg særdeles negativt, men det er ikke relevant da det å ta utgangspunkt i dagens kunnskap vil innebære å bedømme saken på innløsningstidspunktet basert på etterpåklokskap. Lagmannsretten må derfor vurdere hvordan OffRigg fremstod for investorer med full kunnskap på innløsningstidspunktet.”¹²⁶

Det vil alltid være utfordrende for skjønnetsretten å ikke hensynta den senere informasjonen på vurderingstidspunktet. Krohn uttrykker: ”Det er ikke enkelt å være ”dum” og se bort fra hvordan det faktisk gikk. Men dette kan være en del av verdsettelsesoppgaven.”¹²⁷

5.4 Verdsettelsesnorm

Det fremgår ikke av lovteksten i asl § 4-26/ asal § 4-25 på hvilket grunnlag løsningssummen skal fastsettes. Det kan imidlertid innfortolkes av asl § 4-26/ asal § 4-25 (4) at løsningssummen ikke skal være urimelig, jf punkt 4.6.2. Lovens forarbeider inneholder tilsvarende begrensede

¹²³ Rt 2003 713 (83)

¹²⁴ Rt 2003 713 (84)

¹²⁵ Rt 2003 713 (79)

¹²⁶ LG-2009-141977

¹²⁷ Krohn (2000) s 66

utsagn om verdsettelsesnormen. Lovgiver har med dette ikke fastsatt en norm for verdsettelse av løsningssummen, men overlatt dette til rettspraksis.

I følge forarbeidet skal man legge aksjenes verdi under forutsetning om fortsatt drift til grunn.¹²⁸ Ved verdsettelsen skal man derfor forutsette fortsatt drift i objektselskapet.

Gjennom teori og praksis har det utviklet seg en generell norm for verdsettelse i forbindelse med tvangsinnløsning. Dr. jur. Aarbakke avga en betenkning i 1986 hvor han behandlet forskjellige spørsmål vedrørende løsningssummen. Aarbakke oppstilte i den forbindelse en rettslig norm for verdsettelsen. Det ble uttalt: ”I mangel av en uttrykkelig lovbestemmelse og annen sikker veiledning om verdsettelsen må prinsippet antas å være at minoritetsaksjonæren har krav på et vederlag som tilsvarer hans aksjes virkelige verdi.”¹²⁹ Hva som lå i begrepet ”virkelig verdi” ble imidlertid ikke videre klargjort.

Den svenske aksjeloven av 1944 § 223 (2), jf § 174 (2) brukte også begrepet ”virkelig verdi”. Som nevnt stod den svenske loven som forbildet for den første norske tvangsinnløsningsbestemmelsen da den ble innført i aksjeloven av 1976. Dersom den svenske loven hadde klarlagt nærmere hva som lå i begrepet ”virkelig verdi”, kunne dette kanskje vært veiledende for forståelsen av begrepet i norsk rett.

I aksjeloven og allmennaksjelovens andre innløsningsbestemmelser er verdsettelsesnormen knyttet til kriteriet aksjens ”virkelig verdi”, jf eksempel asl/ asal § 4-24 (2) ved fastsettelse av løsningssum ved utøvelse av forkjøpsrett, asl § 4-17 (5) ved innløsning ved manglede samtykke, asl § 4-24 (3) ved innløsning etter krav fra en aksjonær og asl § 4-25 (3) om utelukkelse etter krav fra selskapet. I Norway Seafoods-dommen ble kriteriet aksjens ”virkelig verdi” også ansett anvendt ved verdsettelse etter asl § 4-25. Høyesterett uttalte: ”Sentralt i denne normen er at innløsningsverdien for aksjen skal reflektere en forholdsmessig andel av salgsverdien i

¹²⁸ Ot.prp. nr. 19 (1974-1975) s 207

¹²⁹ Aarbakke (1986)

selskapet”.¹³⁰ Selv om dommen omhandlet tvangsinnløsning etter asal § 4-25, må den samme verdsettelsesnormen anse også å gjelde ved innløsning etter asl § 4-26.

Hovedspørsmålet i Norway Seafoods-dommen var om aksjenes virkelige verdi skulle fastsettes etter aksjenes omsetningsverdi (børsverdi), eventuelt en anslått børskurs eller objektselskapets underliggende verdier. De innløste minoritetsaksjonærene ønsket selskapets underliggende verdier lagt til grunn. Aksjenes børskurs var rett før tvangsinnløsningen 14.80 kr per aksje. Majoritetsaksjonærens tilbud lå på 16.00 kr per aksje. Den endelige løsningssummen ble fastsatt til 34.50 kr per aksje. Mindretallet fikk derfor medhold. Høyesterett uttalt: ”Denne verdien skal beregnes med utgangspunkt i de underliggende verdier i selskapet basert på at samtlige aksjer av samme klasse har samme verdi.”¹³¹ Høyesterett har her lagt vekt på likebehandling av aksjeeierne uavhengig deres størrelse. Dommen la betydelig vekt på tidligere skjønnspraksis som rettskildefaktor.¹³² Norway Seafoods-dommen fastslår med dette at aksjonærenes økonomiske selskapsinteresse i utgangspunktet er knyttet til en forholdsmessig andel av selskapets underliggende verdier.

Den samme verdsettelsesnorm må legges til grunn også i tilfellet minoritetsaksjonær krever innløsning.¹³³

5.5 Verdsettelsesmetode

5.5.1 Innledning

Hvilken verdsettelsesmetode som gir det beste anslaget på selskapets underliggende verdier, fremgår ikke av bestemmelsene i asl § 4-26/ asal § 4-25. Heller ikke forarbeidene inneholder uttalelser om valg av verdsettelsesmetode. Lovgiver har overlatt valg av verdsettelsesmetode til

¹³⁰ Rt 2003 713 (58)

¹³¹ Rt 2003 713 (74)

¹³² Rt 2003 713 (64)

¹³³ RG-2006-1601

rettspraksis. Ved vurdering av verdsettelsesmetodene må også økonomisk teori anvendes. Dette er et området jussens rettskildelære kommer til kort.

I Norway Seafoods-dommen ble det uttalt: ”Hvilken verdsettelsesmetode, substansverdi, avkastningsverdi, børskurs osv. - som i den enkelte saken er best egnet til å fastslå denne verdien må, som skjønnspraksis viser, avgjøres konkret.”¹³⁴ Det er med andre ord ikke en verdsettelsesmetode som er den rette å anvende. Hvilken verdsettelsesmetode som skal anvendes må avgjøres i hvert enkelt tilfellet. Det avgjørende hensynet bak rettens metodevalg må hele tilden være hvilken verdsettelsesmetode som gir det riktige anslaget på selskapets underliggende verdier på innløsningstidspunktet. Tilgjengelig informasjon er en vesentlig faktor for hvilken verdsettelsesmetode som anvendes.

I det følgende vil jeg ta for meg de aktuelle verdsettelsesmetodene og se nærmere på når de best er egnet til å fastsette selskapets underliggende verdier.

5.5.2 Avkastningsmetoden

Den mest anerkjente verdsettelsesmetoden for fastsettelse av aksjenes virkelige verdi er avkastningsmetoden (nåverdimetoden). Avkastningsmetoden innebærer at man beregner nåverdien av selskapets fremtidige kontantstrømmer.¹³⁵ Det er med andre ord nåverdien av all fremtidig avkastning av virksomheten som beregnes. Fortsatt drift er derfor et vilkår. Selskapet må være et ”going concern”.

Avkastningsmetoden har imidlertid sine svakheter. Usikkerhetsmomentene ved en kontantstrømsanalyse er betydelige.¹³⁶ Metoden forutsetter kjennskap om en fremtid som ikke finnes. Ved beregningen må man ta hensyn til selskapets fremtidige inntekter, kostnader,

¹³⁴ Rt 2003 713 (74)

¹³⁵ Rt 2003 713 (81)

¹³⁶ RG-2006-155 (NCL)

investeringer og fremtidige gjeldsgrad over en lang periode.¹³⁷ Selv små feilantagelser kan få store utslag på selskapsverdien som beregnes.

For å kunne vurdere fremtiden, tar man ofte utgangspunkt i historiske resultater.¹³⁸ For selskaper med stabil historie, eller der det foreligger underliggende forutsetninger som gjør det mulig å lage gode prognoser fremover, vil selskapets historie være et godt grunnlag for å anslå sannsynlige kontantstrømmer fremover. Det kan imidlertid være svært usikkert å ta utgangspunkt i historiske resultater dersom selskapet forandrer seg mye.

Etter å ha funnet frem til forventede fremtidige avkastninger, må man neddiskontere disse for å beregne nåverdien.¹³⁹ Neddiskontering av fremtidige avkastninger gjøres for å utligne for forventet inflasjon og renteutvikling. Usikkerheten ved om kontantstrømmene faktisk oppstår måles i en såkalt risikopremie. Risikopremien måles i prosent og gjør fradrag for den fremtidige usikkerhet. Desto mer usikkerhet, desto høyere prosent. Neddiskontert avkastningsverdi beregnes ved hjelp av en kapitaliseringsfaktor. Det er viktig å velge riktig kapitaliseringsfaktor da valget kan gi store utslag i nåverdien. Ofte vil valg av kapitaliseringsfaktor influeres av hvem som foretar beregningen. Dette belyser viktigheten av å anvende andre verdsettelsesmetoder parallelt som kontrollinstrument, for eksempel substansverdi, jf punkt 5.5.3.

Avkastningsmetoden er mest anvendelig der selskapet må vurderes etter andre kriterier enn fysiske eiendeler alene, og der det ikke finnes et reelt annenhåndsmarked for bedriftens enkelte eiendeler. Dette var tilfellet i RG-2005-11-28.

Også i RG 2006-02-16 i RG-2006-155 verdsatte lagmannsretten aksjenes på grunnlag av kontantstrømsanalyse.

¹³⁷ LB-2001-1351

¹³⁸ Bergman (1992) s 50

¹³⁹ Bergman (1992) s 55

5.5.2.1 Synergieffekter

Majoritetsaksjonæren kan ha forventninger om fremtidige hendelser som fører til økte inntekter, reduserte kostnader eller redusert risiko. Eksempelvis kan det være forventninger om at en kommende fusjon som vil kunne medfører reduserte kostnader, gunstigere finansiering og bedre effektivitet. Slike ressursbesparende virkninger kalles synergieffekter, og disse kan tilbyder være villig til å betale for.

Gevinsten av en synergieffekt kan tenkes realisert både før og etter en tvangsinnløsning. Spørsmålet er imidlertid om man ved beregning av selskapets fremtidige kontantstrømmer, kan ta hensyn til fremtidige synergieffekter. Dersom de skal hensyntas, vil minoritetsaksjonær kunne få en høyere pris på aksjene sine. I forarbeide er det uttalt at skjønnet skal baseres på en forutsetning om fortsatt drift.¹⁴⁰ Man må ta hensyn til selskapets realistiske muligheter for å fortsette driften i årene som kommer. Selskapets drift kan imidlertid fortsette uten at de forventede synergieffektene faktisk inntreffer. Forarbeidet sier derfor ikke mer enn at man ved verdsettelsen må forutsette at selskapet ikke skal opphøre.

Det uttales i RG-2006-155 (NCL) at selskapet skal vurderes på en ”stand alone” basis.¹⁴¹ Antagelser om fremtidig tilskudd skulle ikke trekkes inn i vurderingen. I følge overskjønnet i RG-2009-141977 må ”stand alone” ”...innebære at man må se til selskapets situasjon ved verdsettelsen, og ikke til hva en eventuell kjøper kan tilføre selskapet etter overtagelse.”¹⁴² Videre ble det uttalt: ”Man må vurdere situasjonen slik selskapet ville opptrådt om det skulle fortsatt som et uavhengig og selvstendig selskap.”¹⁴³

Konklusjonen er at man ikke kan ta hensyn til fremtidige synergieffekter ved beregning av selskapets kontantstrømmer.

¹⁴⁰ Ot.prp. nr. 19 (1974-1975) s 207

¹⁴¹ RG-2006-155 (NCL)

¹⁴² LG-2009-141977

¹⁴³ LG-2009-141977

Man må imidlertid kunne hensynta synergipotensialet som man må kunne forvente at aksjemarkedet reflekterer ved en ordinær kursdannelse. Dersom synergieffektene er klare og tilgjengelige på innløsningstidspunktet må man kunne ta hensyn til dem ved verdsettelsen.¹⁴⁴

5.5.3 Substansverdi

Substansverdi tar utgangspunkt i selskapets balanseførte verdier. Ved hjelp av substansverdien ser man på bedriftens underliggende verdier i form av markedsverdien av virksomhetens eiendeler fratrasket markedsverdien av virksomhetens gjeld. Ved bruk av substansverdi er det derfor avgjørende at det foreligger et annenhåndsmarked der eiendelene relativt enkelt lar seg omsette. En enkel beregningsmåte er å sammenligne selskapets eiendeler med andre objekter av samme type i markedet. Ikke alle type selskaper er egnet til å anvende substansverdi som verdsettelsesmetode. Anvendelse avhenger av hva slags type eiendeler selskapet eier. Investeringselskaper, eiendomsselskaper og shippingselskaper er eksempler på selskaper hvor det kan foreligge fungerende markeder for de underliggende balansepostene.

Dersom det foreligger et likvid marked for selskapets eiendeler, taler det for at substansverdien kan være en god verdsettelsesmetode for selskapets underliggende verdier. I LB-2002-312 ble verdsettelsen av selskapets skipsandeler vurdert på grunnlag av transaksjonsverdien for en andel som var solgt kort tid før verdsettelsestidspunktet.¹⁴⁵

Vanskelig målbare verdier (goodwill), som for eksempel innarbeidet kundekrets, godt omdømme, gode patenter osv, kan vanskelig vurderes til markedspris. Selskapets substansverdi vil derfor ha vanskeligheter med å plukker opp dette.¹⁴⁶

¹⁴⁴ Krohn (2000) s 93-94

¹⁴⁵ LB-2002-312

¹⁴⁶ Bergman (1992) s 60

Substansverdi skal motsvare selskapets egenkapital forutsatt fortsatt drift.¹⁴⁷ En substansverdiberegning tar normalt utgangspunkt i den seneste balanseoppstillingen, og balansepostene må derfor justeres til virkelige verdi på innløsningstidspunktet.

En annen verdsettelsesmetode som også tar utgangspunkt i selskapsverdien er likvidasjonsverdi. Likvidasjonsverdien tar imidlertid utgangspunkt i hva en avhendelse av selskapets eiendeler vil føre med seg etter eventuell gevinstbeskatning. Kravet til fortsatt drift gjelder imidlertid ikke her. Metoden vil av den grunn ikke være relevant i forbindelse med verdsettelse i en tvangsinnløsningssak.

5.5.4 Markedsverdi

5.5.4.1 Innledning

Markedsverdi er den verdien som oppstår i et marked med tilbud og etterspørsel. Markedsverdien på aksjer fremkommer ved frivillig kjøp og salg av aksjer i markedet. I Borgarting Lagmannsrett, ble det uttalt: ”Denne verdien tilsvarer hva en rasjonell kjøper med full innsikt er interessert i å betale for en aksje.”¹⁴⁸ Dersom kursdannelsen skjer i et fullkomment marked, vil kursen på selskapets aksjer være det beste anslaget på selskapets underliggende verdier. I et perfekt marked skal markedsprisen teoretisk gi samme resultat som de andre verdsettelsesmetodene.

5.5.4.2 Forutsetninger for et fullkomment marked

Det er imidlertid en rekke forutsetninger som må være tilstedet for at man kan si at man står ovenfor et fullkomment marked.¹⁴⁹ For det første er det krav til effisiens. Det vil si at aktørene

¹⁴⁷ Ot.prp. nr. 19 (1974-1975) s 207, Bergman (1992) s 58

¹⁴⁸ LB-2007-13799

¹⁴⁹ Eide (2008) s 75-77

på markedet må ha tilgang til all kursrelevant informasjon.¹⁵⁰ For det andre er det et krav om at markedet er likvid.¹⁵¹ Et likvid marked krever hyppig omsetning av aksjer. Dette krever mange aktører som er villige til å kjøpe og selge aksjer. Det er ellers krav til momentan tilpassing, ingen transaksjonskostnader, ingen risiko for at avtaler ikke holdes, tilstrekkelig eierspredning (alle aktører er så små at de ikke kan påvirke prisen i merkbar grad), homogent marked, kontraktsfrihet, og rasjonelle aktører.¹⁵²

I aksjeselskaper foreligger omsetningsbegrensinger i form av samtykkenektelse og forkjøpsrett.¹⁵³ Ofte vil et aksjeselskap også ha færre eiere, slik at det blir liten eierspredning. Dette reduserer aksjenes likviditet. Dette er et argument for at aksjekursen bør tillegges mer vekt når aksjene selges i et organisert marked enn i tilfellet av sporadisk omsetning i et uorganisert marked.¹⁵⁴ Det regulerte aksjemarkedet bidrar nettopp til å åpne eierkretsen gjennom spredningssalg. Handel på en regulert markeds plass innebærer også mindre usikkerhet rundt oppgjøret, slik at transaksjonskostnadene reduseres.¹⁵⁵

5.5.4.3 Markedsverdien som verdsettelsesmetode

Idealet om et fullkomment marked er en teoretisk modell som sjeldent samsvarer med virkeligheten. Forskjellige omstendigheter kan lede til unormale prisdannelser. For det første vil majoritetens dominerende stilling i en innløsningssituasjon gi liten etterspørsel etter minoritetens aksjer og derpå dårlig likviditet. I tvangsinnløsningstilfellet er problemet nettopp at det ofte ikke foreligger et marked å få solgt aksjene på, grunnet den konstellasjonen som har oppstått. Majoriteten kan i dette tilfellet ha et incentiv til å avvende tvangsinnløsningstidspunktet

¹⁵⁰ NOU 1996:2 s 20

¹⁵¹ NOU 1996:2 s 20

¹⁵² Eide (2008) s 75-77

¹⁵³ Jf asl § 4-16 fl, asl § 4-19 fl

¹⁵⁴ Krosvik (2005) s 132

¹⁵⁵ NOU 1996:2 s 20

til den mener kursen er lavere enn de underliggende verdiene i selskapet (rabatterte børskurs).¹⁵⁶ Majoritetsaksjonær kan også være fristet til å gjennomføre tiltak som kan presse aksjekursen ytterligere.¹⁵⁷ Slike tiltak kan være tilfellet av restriksjoner på aksjenes omsettelighet, konservativ informasjonspolitikk eller innføring av oppkjøpsforsvar. I denne situasjonen foreligger ofte tvangsinnløsningssituasjonen i lengre tid før selve innløsningen. Disse tilfellene kalles utfrysning (freeze-out). Utfrysningstilfellene kan defineres som saker der tvangsinnløser eide minst halvparten av aksjene i minst et år før tvangsinnløsningen skjedde.¹⁵⁸

Markedsprisen vil dårlig avspeile selskapets underliggende verdier i utfrysningstilfellet. Aksjer av samme aksjeklasse vil få forskjellige andeler av objektselskapets underliggende verdier. Et viktig prinsipp i selskapsretten er likhetsgrunnsetningen om at alle aksjer skal gi lik rett i selskapet, asl/ asal § 4-1 (1). Anvendelse av markedsprisen i utfrysningstilfellet, vil ikke være i samsvar med likhetsgrunnsetningene nedfelt i asl § 4-25.¹⁵⁹ De innløste minoritetsaksjonærene vil få en lavere verdi per aksjene enn de gjenværende majoritetsaksjonærene.

Anvendelse av markedspris i denne situasjonen harmonerer også dårlig med det økte minoritetsvernet som kom til uttrykk ved forberedelsen av den någjeldende aksjelovgivningen.¹⁶⁰ Et av formålene med regelen om tvangsinnløsning er nettopp minoritetens mulighet til å komme seg ut av selskapet på en brukbar økonomisk måte og at de skal beskyttes mot majoritetens potensielle maktmisbruk.

Faren for morselskapets illojale opptreden, hensynet til minoritetsaksjonærene, og hensynet til likhetsgrunnsetninger, taler for tilbakeholdent bruk av markedsprisen i utfrysningstilfellene. Dette var også den begrunnelsen Høyesterett ga for ikke å anvende markedsverdien i Norway

¹⁵⁶ Rt 2003 713 (69)

¹⁵⁷ Rt 2003 713 (71)

¹⁵⁸ Krosvik (2005) s 133

¹⁵⁹ Rt 2003 713 (70)

¹⁶⁰ Rt 2003 713 (70), NOU 1996: 3

Seafoods-dommen.¹⁶¹ I dommen ble de innløste minoritetsaksjeeiernes aksjer beregnet med utgangspunkt i selskapets underliggende verdier ved tvangsinnløsningen.

Utfrysnings- sakene atskiller seg imidlertid fra oppkjøpstilfellene (take-over). En oppkjøpssak foreligger "...der tvangsinnløser har kjøpt seg opp fra en ikke- dominerende initialsituasjon i løpet av det siste året."¹⁶² Aksjene vil derfor være mer likvide på tvangsinnløsningstidspunktet. I LB-2004-41320 ble det uttalt: "Børskursen kan bare legges til grunn dersom forutsetningene om et velfungerende marked med utstrakt likviditet er tilstede."¹⁶³ Er selskapet på et regulert marked, eksempel børs, vil børskursen i tilfellet med oppkjøpssaker, kunne ligge tettere opp til selskapets underliggende verdier enn i tilfellet av en utfrysning. Dette taler for at markedsverdien vil ligge nærmer selskapets underliggende verdier i en takeover-situasjon.

5.5.4.4 Markedsprisen som kontrollmiddel

Dette ble uttalt i RG-2007-769: "...jo mer likvid den aktuelle aksjen er på innløsningstidspunktet, jo bedre vil aksjekursen være egnet til kontroll av de verdier en kommer frem på annet vis."¹⁶⁴ Markedsprisen vil kunne anvendes til kontroll av de verdier som fremkommer ved bruk av de andre verdsettelsesmetodene, dersom det foreligger et fungerende marked. Et interessant spørsmål er om man ved valg av metode skal tilgodese minoriteten ved å velge den verdsettelsesmetoden som gir den høyeste løsningssummen. Hvis minoriteten skal tilgodeses med den høyeste løsningssummen vil markedsprisen i så fall bare tillegges vekt i tilfellet der den overstiger selskapets underliggende verdier.¹⁶⁵

¹⁶¹ Rt 2003 713 (67)-(71)

¹⁶² Krosvik (2005) s 133

¹⁶³ LB-2004-41320

¹⁶⁴ RG-2007-769

¹⁶⁵ Truyen (2003) s 347

Ofte vil substansverdi og avkastningsverdi gi forskjellige resultater. Metodene kan gir oss yttergrenser, hvor aksjenes virkelige verdi kan ligge innenfor.¹⁶⁶ Markedsprisen kan, forutsatt et fungerende marked, justere prisen i riktig retning.

I praksis lener majoriteten seg oftere mot bruk av aksjekursen ved fastsettelse av løsningssummen enn minoriteten. Dette er ikke overraskende. Minoriteten ender ofte i retten fordi de har nektet å godta et innløsningsbeløp lik markedsprisen.

5.6 Bevisbyrde og tvilsrisiko

Det vil ofte være en markert forskjell i virkelighetsoppfatningen mellom morselskapet og de innløste minoritetsaksjonærene om objektselskapets fremtidsutsikter og verdi. I store konsern er det vanskelig for minoritetsaksjeeierne å foreta en bevisførsel. I Rt.2003.317 uttalte Høyesterett: "...i praksis vil det bare være tvangsinnløseren som kan fremskaffe bevismateriale for en forsvarlig bedømmelse av om senere transaksjoner også gir uttrykk for verdien på innløsningstidspunktet og for hvilke korreksjoner som må foretas."¹⁶⁷ Innløser har derfor bevisføringsplikten og risikoen for dette.

¹⁶⁶ LG-2009-141977

¹⁶⁷ Rt 2003 713 (85)

6 RENTER

6.1 Tilkjenning av renter

Når majoritetsaksjonær krever tvangsinnløsning står minoriteten med et pengekrav mot hovedaksjonær, sikret på en særskilt konto. Verdsettelsen av aksjene skjer på innløsningstidspunktet, mens betalingen av løsningssummen skjer først på et senere tidspunkt. Renten kan etter hvert utgjøre et betydelig beløp. Et viktig spørsmålet er derfor om de innløste i denne perioden skal ha tilkjent renter av løsningssummen på kontoen.

Fra innløsningstidspunktet er de innløste fratatt både rådigheten over aksjene og muligheten til å disponere over innløsningsbeløpet. Dette er midler innløste kunne anvendt til alternative investeringer og/eller renteavkastende plasseringer. Renter skal i utgangspunktet ha hjemmel i lov, avtale eller annen fastsatt sedvane. Det er langvarig praksis at tvangsinnløste minoritetsaksjonær tilkjennes renter av løsningssummen mens den står på kontoen.¹⁶⁸

Dersom det ikke hadde blitt tilkjent renter, hadde innløste minoritetsaksjonær i realiteten ikke mottatt aksjenes virkelige verdi. Krohn uttrykker: ”Manglede renteplikt ville også invitere innløser til å gi et skambud på løsningssum, og til å trenere gjennomføringen av skjønnet.”¹⁶⁹

Selv om minoriteten ikke får sikkerhetsstillelse etter asl § 4-26/ asal § 4-25 (5) annet punktum i tilfellet den selv krever innløsning, vil den bli tilkjent renter. Rentespørsmålet behandles likt uavhengig av hvem som krever innløsningen.

¹⁶⁸ LB-2003-38658

¹⁶⁹ Krohn (2000) s 129

6.2 Beregning av renten

Innløsningskravet kan betraktes som et låneforhold mellom majoritetsaksjonær og minoriteten.

Det skal derfor fastsettes en rente på lånet (tilbudssummen). Rentesatsen fastsettes skjønnsmessig.¹⁷⁰

Det bør også tilkjennes renters rente. Rentebæring uten rentes rente innebærer at avsavnsrenten til enhver tid baseres på et for lavt kapitalgrunnlag.¹⁷¹

¹⁷⁰ Andenæs (2006) s 253

¹⁷¹ Krosvik (2005) s 138

7 VURDERING AV REGELEN/ KONKLUSJON

Regelen om tvangsinnløsning i asl § 4-26/ asal § 4-25 (1) første punktum gir majoritetsaksjonær med dominerende innflytelse i selskapet mulighet til å innløse minoritetsaksjonærene. Dette gjør at majoritetsaksjonæren kan bli eneeier og får økt handlefrihet. Majoritetsaksjonær kan derfor lettere foreta omstruktureringer i selskapet uten å måtte ta hensyn til minoritetsaksjonærene.

Minoritetsaksjonærene er gitt en korresponderende innløsningsrett, jf asl § 4-26/ asal § 4-25 (1) annet punktum. Bestemmelsen gjør det mulig for minoriteten å komme seg ut av den vanskelige stillingen den har som minoritet med mindre enn ti prosent av aksjekapitalen. Dette gir minoriteten rettsikkerhet. Minoritetens innløsningsrett skaper gjensidighet og balanse mellom majoritetsaksjonær og minoritetsaksjonærene.

Bestemmelsen gir i tillegg minoritetsaksjonærene beskyttende saksbehandlingsregler for gjennomføringen av tvangsinnløsningen. Etter majoritetsaksjonær har besluttet å kreve tvangsinnløsning har den plikt til å gi minoriteten et tilbud om løsningssum, jf asl § 4-26/ asal § 4-25 (3) første punktum. Samtidig skal det stilles sikkerhet ved at tilbudsbeløpet stilles på en særskilt konto, jf asl § 4-26/ asal § 4-25 (5) annet punktum. Sikkerhetsstillelsen er en beskyttelse for at minoritetsaksjonær i hvert fall får utbetalt tilbudssummen.

Dersom minoriteten forholder seg passivt til den tilbudte løsningssummen, blir den bundet av majoritetens tilbud, jf asl § 4-26/ asal § 4-25 (3) tredje punktum. Bestemmelsen inneholder imidlertid en sikkerhetsventil, slik at minoritetsaksjonær har mulighet til å få revidert avtalen etter avtl § 36, jf asl § 4-26/ asal § 4-25 (4) første punktum.

Dersom partene ikke blir enige om løsningssummen, fastsettes løsningssummen ved skjønn. Høyesterett har i Norway Seafoods-dommen (Rt 2003 713) stadfestet en norm for verdsettelse

av aksjene i tvangsinnløsningstilfellet. Aksjene skal fastsettes til ”virkelig verdi” etter selskapets underliggende verdier. Dette gir minoritetsaksjonærene investeringsbeskyttelse, slik at de kan få solgt aksjene sine til en riktig pris. Verdsettelsesnormen bidrar til at aksjeeierne ikke forskjellsbehandles etter deres størrelse. Dette gir minoriteten en sikkerhet mot majoritetens potensielle maktmisbruk. Hensynet til likhetsprinsippet er derfor ivaretatt.

Hovedregelen er at majoritetsaksjonær står for kostnadene ved et eventuell skjønn, jf asl § 4-26/ asaal § 4-25 (2) første punktum. Dette gjør at minoritetsaksjonær ikke blir skremt fra å gå til sak av frykt for å ende opp med å betale store saksomkostninger. Hovedregelen bidrar til å redusere gratispassasjerproblemet.

En typisk innløsningssak etter asl § 4-26/ asaal § 4-25 kan ta flere år fra tidspunktet tvangsinnløsning besluttet til skjønnsresultat foreligger. Saksomkostningene fra tvangsinnløsninger ligger ofte på ca. en halv million kroner som nesten unntaksvis bæres av majoritetsaksjonær. Det kan derfor være naturlig å spørre hvor samfunnsøkonomisk tvangsinnløsningsprosessen egentlig er.

8 KILDER

Litteraturliste:

Andenæs, Mads Henry, *Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper*, 2. utg, Oslo, 2006.

Aksjeloven og allmennaksjeloven kommentarutgave, Magnus Aarbakke... [et al.] 2. utg, Oslo, 2004.

Bergman, Erik og Peter Hellner, *Värderingsproblematiken vid tvångsinlösning av aktier*. Stockholm, Juristförlaget, 1992, (Skriftserien, Stiftelsen för børsrett)

Bergo, Knut, *Børs- og verdipapirrett*, Oslo, 2008.

Bråthen, Tore, *Tvangsinnløsning av aksjeminoritet*, 1999 (Magma, Tidsskrift for økonomi og ledelse, 2. årg, nr. 5) Google.no

Bråthen, Tore, *Tvangsinnløsning av aksjer - blir Norges høyesterett innhentet av EU-retten ?*, 2005 (Magma, Tidsskrift for økonomi og finans, nr. 3) Google.no

Bråthen, Tore, *Selskapsrett*, 3. utg, Oslo 2008.

Eide, Erling og Endre Stavang, *Rettsøkonomi*, Oslo, 2008.

Giertsen, Johan, *Fusjon og Fisjon*, Bergen, 1999.

Hov, Jo, *Avtaleslutning og ugyldighet Kontraktsrett I*, 3. utg, Bergen 2002.

Helbæk, Morten og Snorre Lindset, *Finansiering og investering Kort og Godt*, Oslo, 2007.

Krohn, Mads, *Tvangsinnløsning av aksjeeiermindretallet*, 2000 (Tidsskrift for forretningsjus, nr. 1), Lovdata.no

Krohn, Mads, Minority Squeeze-outs and the European Convention om Human Rights, 2003, (Tidsskrift for forretningsjus s. 393), Lovdata.no.

Krosvil, Nils Erik, Bøhren, Øyvind, *Tvangsinnløsning av minoritetsiere: Rettsøkonomien i norske skjønssaker gjennom 25 år*, 2005, (Tidsskrift for Rettsvitenskap, Nr 01-02, s. 123-152), Idunn.no

Perland, Olav Fr, *Inkorporering av takeover- direktivet i norsk rett*, , 2006, (Nordisk tidsskrift for selskabsret s. 97), Lovdata.no.

Rettskildelære, Torstein Eckhoff...[et al.] 5. utg, Oslo, 2001.

Truyen, Filip, *Norway Seafoods- dommen: Et signal om bedre minoritetsvern?*, 2003, (Nordisk Tidsskrift for selskabsrett nr. 3 s. 343-356), Lovdata.no

Woxholth, Geir, *Tvungen overføring av aksjer i datterselskap mv etter aksjeloven § 4-26, sammenholdt med allmennaksjeloven § 4-25*. Oslo, 2003, (Skrifteserie for jus nr. 3)

Aarbakke, Magnus, *Tvangsovertakelse av aksjer etter aksjelovens § 14-9- fastsettelse av vederlag*, 1986, (Upublisert betenkning datert 5. juni 1986)

Lover:

- 1917 Lov om skjønn og ekspropriasjonssaker (skjønnsprosessloven)
av 1. juni 1917 nr. 1
- 1918 Lov om avslutning av avtaler, om fullmakt og om ugyldige viljeserklæringer
(avtaleloven) av 31. mai 1918 nr. 4
- 1961 Lov om sparebanker (sparebankloven) av 24. mai 1996 nr. 1
- 1976 Lov om aksjeselskaper (aksjeloven) av 4. juni 1976 nr. 59
Opphevet
- 1980 Lov om pant (panteloven) av 8. februar 1980 nr. 2
- 1985 Lov om ansvarlige selskaper og kommandittselskaper (selskapsloven)
av 21. juni 1985 nr. 83
- 1997 Lov om aksjeselskaper (aksjeloven) av 13. juni 1997 nr. 44
- 1997 Lov om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven)
av 13. juni 1997 nr. 45
- 2005 Lov om forsikringsselskaper, pensjonsforetak og deres virksomhet mv.
(Forsikringsvirksomhetsloven) av 10. juni 2005 nr. 44
- 2007 Lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloyen) av 29. juni 2007 nr. 75

Endringslover:

1995 22. desember 1995 nr. 80

2001 21. desember 2001 nr. 117

Forarbeider:

Innstilling om lov om aksjeselskaper av 1970

Ot.prp. nr. 19 (1974-1975) Om lov om aksjeselskaper (aksjeloven)

Ot.prp. nr. 36 (1993-1994) Om lov om aksjeselskaper (aksjeloven)

Ot.prp. nr. 23 (1996-1997) Om lov om aksjeselskaper (aksjeloven) og lov om
allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven)

Ot.prp. nr. 34 (2006-2007) Om lov om verdipapirhandel (verdipapirhandelloven)

NOU 1992: 29 Lov om aksjeselskaper

NOU 1996 : 2 Verdipapirhandel

NOU 1996: 3 Ny aksjelovgivning

NOU 2005: 17

Om overtakelsestilbud (tilbudsplikt og frivillig tilbud ved oppkjøp av selskaper)

Inst.O. nr. 80 (1996-1997)

Innstilling frå justiskomiteen om lov om aksjeselskaper (aksjeloven) og om allmennaksjeselskaper (allmennaksjeloven), og om endringar i anna lovgjevning som følgje av ny aksjelovgjevning m.m.

Rettspraksis:

Norsk Rettstidende (Rt):

Rt 2003 713 Norway Seafoods-dommen

Rettens Gang (RG):

RG-2005-11-28

RG-2006-1601

RG-2006-155 NCL

RG-2006-02-16

RG-2007-769

LB-2001-1351

LB-2002-312

LB-2003-38658

LB-2004-41320

LG-2005-22283

LB-2007-13799

LB-2009-141977

